BEST-SELLER DO THE NEW YORK TIMES

A Ascensão do Dinheiro

NIALL FERGUSON

A ASCENSÃO DO DINHEIRO

A HISTÓRIA FINANCEIRA DO MUNDO

Tradução
Cordelia Magalhães

In memoriam
Gerald D. Feldman
(1937-2007)

Sumário

Introdução

Grana, ervanário, tutu, numerário, espécie, ganho, proveito, meios, erva, din-din, recursos; chame-o como quiser, o dinheiro tem importância, faz diferença. Para os cristãos, o amor por ele está na raiz de todo o mal. Para os generais, o sustentáculo das guerras; para os revolucionários, os grilhões do trabalho. Mas, o que exatamente é o dinheiro? É uma montanha de prata, como os conquistadores espanhóis achavam? Ou bastariam apenas tabuletas de barro ou papel impresso? Como acabamos vivendo num mundo onde a maior parte do dinheiro é invisível, pouco mais do que números numa tela de computador? De onde o dinheiro veio? E para onde ele foi?

Em 2007, a renda do americano médio típico (renda pouco abaixo de us$ 34 mil) subiu quase 5%.[1] Mas o custo de vida subiu 4,1%. Então, em termos reais, a vida do Senhor Americano Típico realmente ficou justo 0,9% melhor. Acrescentando a inflação, a renda da típica família de classe média nos Estados Unidos de fato quase não mudou desde 1990, crescendo apenas 7% nesses dezoito anos.[2] Bem, agora comparemos a situação do Senhor Americano Típico com a de Lloyd Blankfein, CEO do Goldman Sachs, um banco de investimento. Em 2007, ele recebeu US$ 68,5 milhões devido a salários, prêmios de bônus e ações, um aumento de 25% em relação ao ano anterior e, aproximadamente, 2 mil vezes a mais do que recebeu o Senhor Joe Público. Naquele mesmo ano, a receita líquida de US$ 46 bilhões do Goldman Sachs excedeu o produto interno bruto (PIB) de mais de uma centena de países, incluindo a Croácia, a Sérvia e a Eslovênia; a Bolívia, o Equador e a Guatemala; Angola, a Síria e a Tunísia. Pela primeira vez, o total de bens do banco ultrapassou a marca de US$ 1 trilhão.[3] O veterano administrador de fundo *hedge*, George Soros, ganhou US$ 2,9 bilhões. Ken Griffin, do Citadel, assim como os fundadores de outros importantes fundos *hedge*, levaram mais de US$ 2 bilhões para casa. Enquanto isso, quase um bilhão de pessoas no mundo inteiro lutam para viver com apenas US$ 1 por dia.[4]

Zangados porque o mundo é tão injusto? Furiosos por conta do pistolão dos capitalistas,

dos gênios financeiros, dos banqueiros e dos seus bônus bilionários? Desconcertados pelo abismo escancarado entre os que têm tudo e os que nada têm – e os que têm iates? Não estão sozinhos. Através da história da civilização ocidental, tem havido uma hostilidade recorrente em relação às finanças e aos financistas, enraizada na ideia de que aqueles que ganham a vida emprestando dinheiro são, de alguma maneira, parasitas das verdadeiras atividades econômicas da agricultura e da indústria. Essa hostilidade tem três causas. Em parte é porque os devedores tendem a ser mais numerosos do que os credores, e os primeiros raramente se sentem bem-dispostos a respeito dos segundos. Por outro lado, é porque as crises e os escândalos financeiros ocorrem com frequência suficiente para fazer com que as finanças pareçam ser mais a causa da pobreza do que da prosperidade, mais a causa da volatilidade do que da estabilidade. E em parte é porque, durante séculos, os serviços financeiros em todo o mundo foram desproporcionalmente providos por membros de minorias étnicas ou religiosas, que foram excluídos da posse da terra e do serviço público, mas tiveram sucesso no ramo financeiro por causa das suas próprias redes firmemente entrelaçadas de parentescos, relacionamentos e confiança.

Entretanto, a despeito dos nossos preconceitos profundamente enraizados contra o "lucro imundo", o dinheiro é a raiz da maior parte do progresso. Para adaptar uma frase de Jacob Bronowski (a cuja maravilhosa história do progresso científico eu assisti avidamente na televisão quando era garoto), a ascensão do dinheiro tem sido essencial para a ascensão do homem. Longe de ser o trabalho de meros exploradores cuja intenção é sugar o sangue da vida das famílias endividadas ou jogar e especular com as poupanças de viúvas e órfãos, a inovação financeira tem sido um fator indispensável no avanço do homem, a partir da subsistência miserável aos picos vertiginosos da prosperidade material que tantas pessoas conhecem atualmente. A evolução do crédito e do débito foi tão importante quanto qualquer inovação tecnológica na escalada da civilização, da antiga Babilônia até a Hong Kong dos dias de hoje. Os bancos e o mercado de ações proveram a base material para os esplendores do Renascimento italiano. A finança corporativa foi o alicerce indispensável do Império britânico e do Império holandês, exatamente como o triunfo dos Estados Unidos no século XX foi inseparável dos avanços na indústria dos seguros, no financiamento de hipotecas e no crédito ao consumidor. Talvez seja, também, uma crise financeira o que sinalizará o crepúsculo da supremacia global norte-americana.

Atrás de cada fenômeno histórico grandioso existe um segredo financeiro, e este livro destina-se a iluminar os mais importantes. Por exemplo, o Renascimento criou um espantoso desenvolvimento no mercado da arte e da arquitetura porque banqueiros italianos, como os Médici, fizeram fortunas aplicando a matemática oriental ao dinheiro. A república holandesa prevaleceu sobre o Império Habsburgo porque possuir o primeiro mercado moderno de ações era financeiramente preferível a possuir a maior mina de prata do mundo. Os problemas da monarquia francesa não poderiam ser resolvidos sem uma revolução, porque um assassino escocês condenado havia arrasado o sistema financeiro francês ao desencadear a primeira

bolha e a primeira explosão no mercado de ações. Foi Nathan Rothschild, tanto quanto o duque de Wellington, quem derrotou Napoleão em Waterloo. Foi a insensatez financeira, um ciclo autodestrutivo de infrações e de desvalorizações que transformaram a Argentina, sexto país mais rico do mundo nos anos 1880, no país falido e devastado pela inflação dos anos 1980.

Leiam este livro e compreenderão por que, paradoxalmente, as pessoas que vivem no país mais seguro do mundo são também as pessoas que mais fazem seguros. Vocês descobrirão quando e por que os povos de fala inglesa desenvolveram sua peculiar obsessão de comprar e vender casas. Talvez ainda mais importante, vocês verão como a globalização das finanças tem, entre muitas outras coisas, obliterado a velha distinção entre mercados desenvolvidos e emergentes, transformando a China no banqueiro da América – o credor comunista para o devedor capitalista, uma mudança de significância memorável.

De vez em quando, a ascensão do dinheiro pareceu inexorável. Em 2006, a produção econômica aferida do mundo inteiro estava por volta de US$ 47 trilhões. A capitalização total do mercado das bolsas de valores do mundo era de US$ 51 trilhões, 10% maior. O valor total das ações domésticas e internacionais era de US$ 68 trilhões. A quantidade de derivativos pendentes era de US$ 473 trilhões, mais de dez vezes maior. O Planeta Finanças está começando a ananicar o Planeta Terra. E o Planeta Finanças parece girar mais rápido também. Diariamente, US$ 2 trilhões mudam de mãos em mercados de câmbio de moeda estrangeira. A cada minuto, de cada hora, de cada dia, de cada semana, alguém, em algum lugar, está negociando no mercado financeiro. E, durante todo o tempo, novas formas de vida financeira estão evoluindo. Em 2006, por exemplo, o volume de aquisições alavancadas (controles de empresas financiados por empréstimos) chegou a US$ 753 bilhões. Uma explosão da "securitização", pela qual as dívidas individuais, como hipotecas, são "desmembradas", depois "amarradas" e reempacotadas para venda, empurrou a emissão anual de valores mobiliários garantidos por hipotecas, de valores mobiliários garantidos por ativos e de obrigações de dívidas colateralizadas para acima de US$ 3 trilhões. O volume de derivativos – contratos derivados de valores mobiliários, como *swaps* de taxa de juros (trocas) ou *swaps* de inadimplência de crédito (CDS) – cresceu ainda mais rápido, de modo que o valor especulativo de todos os derivativos "por cima do balcão" (excluindo aqueles negociados em bolsas de valores) estava um pouco abaixo de US$ 600 trilhões, no final de 2007. Antes dos anos 1980, essas coisas eram virtualmente desconhecidas. Novas instituições também proliferaram. O primeiro fundo *hedge* foi instituído nos anos 1940 e, por volta de 1990, já havia 610 deles, com US$ 38 bilhões sob sua administração. Agora existem mais de 7 mil, administrando US$ 1,9 trilhão. As parcerias de patrimônio líquido – *private equity* – também se multiplicaram, como também um verdadeiro sistema bancário obscuro de "condutos ou tubulações" e de "veículos de investimento estruturado" (SIVs), destinado a manter os ativos de risco fora dos balanços patrimoniais dos bancos. Se os últimos quatro milênios assistiram à escalada do homem como pensador, parece que agora estamos vivendo uma escalada do

homem como banqueiro.

Em 1947, o valor total agregado pelo setor financeiro ao PIB dos Estados Unidos era de 2,3%; por volta de 2005, sua contribuição tinha crescido para 7,7% do PIB. Em outras palavras, aproximadamente US$ 1 de cada US$ 13 pagos aos trabalhadores nos Estados Unidos agora vai para as pessoas que trabalham com finanças.[5] As finanças são ainda mais importantes na Grã-Bretanha, onde respondiam por 9,4% do PIB em 2006. O setor financeiro também se tornou o ímã mais poderoso do mundo para o talento acadêmico. Em 1970, somente cerca de 5% dos homens formados em Harvard, onde eu ensino, iam para as finanças. Por volta de 1990, esse número aumentou para 15%.* No ano passado, a proporção estava ainda mais elevada. De acordo com a *Harvard Crimson*, mais de 25% dos alunos da turma de 2007, e 10% das alunas, esperavam que seus primeiros empregos fossem em bancos. E quem pode culpá-los? Nos anos recentes, os pacotes de remuneração no mundo financeiro têm sido quase três vezes maiores do que os salários recebidos por formados pela Ivy League em outros setores da economia.

Na época em que a turma de 2007 se graduou, certamente parecia que nada poderia impedir o desenvolvimento e o progresso das finanças globais. Nem os ataques terroristas em Nova York e em Londres. Nem uma guerra devastadora no Oriente Médio. Certamente, nem a mudança climática do mundo. Apesar da destruição do World Trade Center, das invasões do Afeganistão e do Iraque e de uma plêiade de eventos meteorológicos extremos, o período do final de 2001 até meados de 2007 foi caracterizado por uma sustentada expansão financeira. Realmente, no restolho imediato do 11/9, o Dow Jones Industrial Average declinou 14%. Em pouco mais de dois meses, entretanto, ele recuperou seu nível pré-11/9. Além disso, embora 2002 tenha sido um ano desapontador para os investidores em patrimônio líquido – *private equity* – nos Estados Unidos, o mercado se avolumou depois disso, excedendo seu pico anterior (no auge da mania "pontocom"), no outono de 2006. No começo de outubro de 2007, o Dow Jones quase dobrou o nível mais baixo que tinha atingido nos cinco anos anteriores. E o desempenho do mercado de ações dos Estados Unidos não foi nada excepcional. Nos cinco anos até 31 de julho de 2007, todos os mercados de patrimônio líquido do mundo, com exceção de dois, produziram lucros de dois dígitos por ano. Os mercados emergentes de ações também cresceram fortemente, e os mercados imobiliários, sobretudo no mundo de língua inglesa, assistiram a uma extraordinária apreciação do capital. Os investidores ganharam dinheiro, tivessem eles colocado seus recursos em *commodities*, em obras de arte, em vinhos *vintage* ou em contratos exóticos de valores mobiliários garantidos por ativos.

Como essas maravilhas poderiam ser explicadas? De acordo com uma escola de pensamento, as últimas inovações financeiras produziram uma melhora fundamental na eficiência do mercado de capital global, permitindo que o risco fosse aquinhoado àqueles mais capazes de administrá-lo. Os entusiastas falaram sobre a morte da volatilidade. Banqueiros satisfeitíssimos com eles mesmos fizeram conferências com títulos como "A evolução da excelência". Em novembro de 2006, eu me vi numa dessas conferências, nas

instalações caracteristicamente luxuosas de Lyford Clay, nas Bahamas. O tema da minha palestra foi que não se precisaria de muito para causar um declínio drástico na liquidez – que, então, estava cascateando através do sistema financeiro global – e que deveríamos ser cautelosos sobre as expectativas de os bons tempos durarem indefinidamente. Nitidamente, minha plateia não ficou impressionada. Fui tratado sumariamente como um alarmista. Um dos mais experientes investidores chegou até mesmo a sugerir aos organizadores que, "no ano seguinte, eles dispensassem o palestrante de fora e, em vez disso, oferecesse a exibição do filme *Mary Poppins*".[6] E a menção a Mary Poppins chacoalhou uma das minhas memórias infantis. Os fãs de Julie Andrews podem lembrar que o enredo do perene musical gira em torno de um evento financeiro que, quando o filme foi realizado nos anos 1960, já parecia graciosamente antiquado: uma corrida bancária – ou seja, uma corrida de investidores para sacar seu dinheiro –, algo que não se via em Londres desde 1866.

A família que emprega Mary Poppins se chama, não acidentalmente, Banks. O senhor Banks é, de fato, banqueiro, um funcionário graduado do Dawes, Tomes Mousley, Grubbs, Fidelity Fiduciary Bank. Por sua insistência, um dia as crianças da família Banks são levadas por seu pai a uma visita ao seu banco, onde o senhor Dawes Sr. recomenda a Michael, filho do senhor Banks, que deposite seu dinheirinho. Lamentavelmente, o jovem Michael prefere gastar o dinheiro para alimentar os pombos fora do banco e exige que o senhor Dawes "Devolva! Devolva o meu dinheiro!". Ainda mais lamentavelmente, alguns dos clientes do banco escutam a exigência de Michael. O resultado é que eles começam a retirar seu dinheiro do banco. De imediato, uma multidão de correntistas está fazendo a mesma coisa, forçando o banco a suspender os pagamentos. O senhor Banks é devidamente demitido, provocando o trágico lamento de que "ele foi levado à destruição e à ruína no auge da sua vida". Essas palavras poderiam legitimamente ser ecoadas por Adam Applegarth, o antigo CEO do banco inglês Northern Rock, que passou por destino similar em setembro de 2007, quando clientes fizeram uma fila fora das agências do banco para retirar seu dinheiro. Depois disso, foi feito um anúncio de que o Northern Rock havia pedido um "aporte de liquidez" ao Banco da Inglaterra.

A crise financeira que desabou sobre o mundo ocidental no verão de 2007 ofereceu um lembrete oportuno de uma das verdades perenes da história financeira. Mais cedo ou mais tarde, todas as bolhas explodem. Mais cedo ou mais tarde, os vendedores pessimistas são mais numerosos do que os compradores otimistas. Mais cedo ou mais tarde, a ganância se transforma em medo. Enquanto eu completava minha pesquisa para este livro nos primeiros meses de 2008, já havia uma clara possibilidade de que a economia dos Estados Unidos pudesse sofrer uma recessão. Seria porque as empresas americanas ficaram piores no *design* dos seus produtos? O ritmo da inovação tecnológica teria repentinamente afrouxado o passo? Não. A causa imediata da incerteza econômica de 2008 era financeira: para ser preciso, um espasmo nos mercados de crédito, causado por atrasos avultados de pagamentos sobre um tipo de dívida conhecida eufemisticamente como hipotecas *subprime*. De tal modo nosso sistema financeiro globalizado se tornou intricado, que famílias relativamente pobres nos estados

americanos, do Alabama ao Wisconsin, conseguiram comprar ou re-hipotecar suas casas através de empréstimos com frequência complexos. Essas hipotecas depois foram agrupadas (sem que as famílias soubessem) a outros empréstimos similares, reempacotadas como contratos de empréstimo subsidiado (CDOs) e vendidas por bancos em Nova York e Londres, para (entre outros) bancos regionais alemães e autoridades municipais norueguesas, que desse modo se tornaram os verdadeiros credores dessas hipotecas. De tal maneira esses CDOs foram fatiados e "ornamentados", que ficou impossível reivindicar que um renque dos pagamentos dos juros dos tomadores originais fosse um fluxo de renda tão seguro quanto os juros de um título de dez anos do Tesouro dos Estados Unidos e, por conseguinte, merecedor de uma classificação AAA, tão ambicionada. Isso levou a alquimia financeira a um novo nível de sofisticação, aparentemente transformando chumbo em ouro.

Entretanto, quando as hipotecas originais reajustadas a juros mais elevados, depois que seus períodos de taxa fixa de um ou de dois anos expiraram, os tomadores de empréstimo começaram a atrasar seus pagamentos. Por sua vez, isso sinalizou que a bolha do mercado imobiliário dos Estados Unidos estava estourando, desencadeando a queda mais aguda dos preços das casas desde os anos 1930. O que se seguiu pareceu uma lenta, mas, em última análise, devastadora reação em cadeia. Todos os tipos de valores mobiliários garantidos por ativos, por títulos, ações, incluindo muitos instrumentos de fato não garantidos por hipotecas *subprime*, despencaram. Instituições como condutos e veículos de investimento estruturado, que foram criados pelos bancos para administrar e manejar esses patrimônios mobiliários fora dos balanços patrimoniais dos bancos, se viram em severas dificuldades. Quando os bancos assumiram esses valores mobiliários, as relações o entre seu capital e seus ativos deram uma guinada e despencaram até os seus mínimos regulatórios. Os bancos centrais dos Estados Unidos e da Europa tentaram aliviar a pressão sobre os bancos com cortes de taxas de juros e a oferta de recursos através de "term auctions facilities" – leilões especiais de recursos a prazo. Ainda assim, no momento da assinatura (maio de 2008), as taxas pelas quais os bancos poderiam tomar empréstimos, fosse pela emissão de papéis comerciais, pela venda de títulos ou através de empréstimos interbancários, permaneceram substancialmente acima da taxa dos fundos federais oficiais, a menor taxa de empréstimo na economia americana. Empréstimos que tinham sido originalmente feitos para financiar a aquisição de corporações por parcerias privadas de patrimônio líquido somente foram negociados com descontos significativos. Depois de sofrer perdas enormes, muitos dos bancos americanos e europeus mais conhecidos tiveram que recorrer não somente aos bancos centrais ocidentais, mas também a fundos soberanos da Ásia e do Oriente Médio, em busca de injeções de patrimônio líquido para reconstruir as bases do seu capital.

Tudo isso pode parecer misterioso para alguns leitores. Ainda assim, a relação do capital de um banco com os seus ativos, por mais técnico que possa parecer, tem mais do que um mero interesse acadêmico. Afinal de contas, uma "grande contração" do sistema bancário americano tem sido convincentemente culpada pelo estouro e pelo curso da Grande Depressão

entre 1929 e 1933, o pior desastre econômico da história moderna.[7] Parece que os bancos dos Estados Unidos perderam significativamente muito mais do que os US$ 225 bilhões que admitiram até agora, como resultado da crise das hipotecas *subprime* e do aperto do crédito; se isso aconteceu, existe um perigo real de que uma contração muito maior – talvez dez vezes maior – no crédito possa ser necessária, para depreciar os balanços patrimoniais dos bancos na proporção do declínio do seu capital. Se o sombrio sistema bancário dos títulos securitizados e das instituições fora dos balanços patrimoniais for completamente eliminado pela crise, a contração poderá ser ainda mais severa.

Isso tem implicações não apenas para os Estados Unidos, mas para o mundo como um todo, já que a produção americana representa, atualmente, mais de um quarto da produção total do mundo, enquanto muitas economias europeias e asiáticas, em particular, ainda são muito dependentes dos Estados Unidos como um mercado para as suas exportações. A Europa já parece destinada a vivenciar uma desaceleração comparável à dos Estados Unidos, especialmente naqueles países (como a Grã-Bretanha e a Espanha) que passaram através de similares bolhas imobiliárias. Ainda permanece incerto como a Ásia poderá navegar durante uma recessão americana. O que é certo é que os esforços do Federal Reserve para mitigar o arrocho do crédito, cortando as taxas de juros e se concentrando na liquidez do sistema bancário americano, colocaram uma severa pressão descendente sobre o valor externo do dólar. A coincidência de um escorregão do dólar e de um continuado crescimento industrial asiático provocou um aumento nos preços das *commodities*, comparável não meramente com o dos anos 1970, mas com o dos anos 1940. Não é excessivo dizer que, em meados de 2008, testemunhamos os sintomas inflacionários de um mundo em guerra, sem a própria guerra.

Qualquer pessoa que puder ler um parágrafo como o precedente sem se sentir muito ansiosa, não sabe o bastante sobre a história financeira. Um propósito deste livro, então, é educar. Afinal de contas, é um fato bem estabelecido que uma proporção substancial do público geral no mundo de fala inglesa é ignorante em finanças. De acordo com um levantamento de 2007, quatro entre dez americanos possuidores de cartão de crédito não pagam o total devido a cada mês do cartão que eles usam com maior frequência, a despeito das altas taxas de juros punitivos, cobrados pelas companhias de cartões de crédito. Quase um terço (29%) disse que não tinha a menor ideia de qual era a taxa de juro do seu cartão. Outros 30% afirmaram que era menos de 10%, quando na realidade a esmagadora maioria das companhias de cartão cobra substancialmente mais de 10%. Mais da metade dos pesquisados disse que "não tinha aprendido muito", ou "não tinha aprendido nada" sobre assuntos financeiros na escola.[8] Um levantamento de 2008 revelou que dois terços dos americanos não compreendiam como funcionava o sistema dos juros compostos.[9] Num outro estudo realizado por pesquisadores da Escola de Administração da Universidade de Búfalo, um grupo típico de estudantes secundários veteranos conseguiu responder apenas 52% de um conjunto de perguntas sobre finanças pessoais e economia.[10] Somente 14% compreendiam que as ações tendem a gerar um lucro mais elevado em dezoito anos do que um título do governo

americano. Menos de 23% sabia que o imposto de renda é cobrado sobre os juros ganhos por uma conta de poupança se a renda do dono da conta for alta o bastante. Um total de 59% não sabia a diferença entre uma pensão de uma companhia, a Previdência Social e um plano 401 (k).** Nem esse é um fenômeno exclusivamente americano. Em 2006, a Autoridade de Serviços Financeiros Britânicos realizou um levantamento sobre a instrução financeira do público que revelou que uma pessoa em cada cinco não tinha ideia de qual seria o efeito de uma taxa de inflação de 5%, e uma taxa de juros de 3%, sobre o poder de compra das suas poupanças. Uma em cada dez pessoas não sabia qual era o melhor desconto para uma televisão originalmente apreçada em 250 libras: 30 libras, ou 10%. Como esses exemplos deixam claro, as questões formuladas nesses levantamentos eram da natureza mais básica. Parece razoável assumir que somente um punhado daqueles pesquisados teria sido capaz de explicar a diferença entre uma opção "de venda" (de papéis financeiros) e uma opção "de compra" de ações ou de títulos, por exemplo, muito menos a diferença entre um CDO e uma CDS.

Os políticos, presidentes dos bancos centrais e homens de negócio lamentam regularmente a extensão da ignorância pública sobre o dinheiro, e com boa razão. Uma sociedade que espera que a maioria dos indivíduos assuma a responsabilidade pela administração dos seus próprios gastos e da sua renda, depois do imposto; que espera que a maioria dos adultos possua a sua própria casa; e que deixa que o indivíduo determine o quanto vai poupar para a sua aposentadoria, e se fará ou não um seguro de saúde, certamente está estocando problemas para o futuro ao deixar seus cidadãos tão mal equipados para tomar decisões financeiras sábias.

O primeiro passo para compreender a complexidade das instituições financeiras modernas e sua terminologia é descobrir de onde elas vieram. Caso entenda as origens de uma instituição ou de um instrumento financeiro, você descobrirá que o papel deles no dia a dia é muito mais fácil de compreender. Dessa maneira, os componentes-chave do sistema financeiro moderno são introduzidos sequencialmente. O primeiro capítulo deste livro traça o aparecimento do dinheiro e do crédito; o segundo, do mercado de títulos; o terceiro, das bolsas de valores. O Capítulo 4 conta a história do seguro; o Capítulo 5, a do mercado imobiliário; e o Capítulo 6 conta a história da ascensão, queda e ascensão das finanças internacionais. Cada capítulo trata de uma importante questão histórica. Quando o dinheiro deixou de ser metal e mudou para o papel, antes de desaparecer completamente? É verdade que, ao determinar as taxas de juros de longo prazo, os mercados dos títulos governam o mundo? Qual é o papel desempenhado pelos bancos centrais nas bolhas das bolsas de valores e nas quebradeiras? Por que o seguro não é necessariamente a melhor maneira de se proteger de riscos? As pessoas exageram sobre os benefícios de investir no mercado imobiliário? E a interdependência da China e dos Estados Unidos é a chave para a estabilidade financeira global ou apenas uma quimera?

Ao tentar cobrir a história das finanças da antiga Mesopotâmia à micro-finança moderna,

sem dúvida eu me coloquei diante de uma tarefa impossível. Muito teve que ser omitido no interesse da brevidade e da simplicidade. Mas a tentativa parece valer a pena, se conseguir fazer o sistema financeiro moderno mais compreensível para o leitor comum.

Eu mesmo aprendi um bocado escrevendo este livro, mas três *insights* em particular sobressaíram. O primeiro é que a pobreza não é o resultado da exploração do pobre por financistas predatórios. Ela tem muito mais a ver com a falta de instituições financeiras, com a ausência de bancos, não com sua presença. Somente quando as pessoas que precisam de empréstimos têm acesso a redes eficientes de crédito, elas podem escapar das garras dos agiotas, e somente quando os poupadores puderem depositar seu dinheiro em bancos confiáveis, ele poderá ser canalizado do rico ocioso para o pobre industrioso. Esse ponto se aplica não somente aos países pobres do mundo. Isso pode também ser dito sobre as vizinhanças mais pobres em países supostamente desenvolvidos – como os bairros de conjuntos habitacionais da minha cidade natal, Glasgow, onde algumas pessoas vão levando a vida com apenas 6 libras por dia para tudo, da pasta de dentes ao transporte, mas onde as taxas de juros cobradas pelos agiotas locais podem ser acima de 11 milhões por cento ao ano.

O segundo grande estalo de minha mente teve a ver com a igualdade e a sua ausência. Se o sistema financeiro tem um defeito, é que ele reflete e magnifica como nós, seres humanos, somos. Como estamos aprendendo a partir de um volume crescente de pesquisas no campo das finanças behavioristas, o dinheiro amplifica a nossa tendência para reagir exageradamente, para pular da exuberância quando as coisas vão bem, para a mais profunda depressão quando elas vão mal. Os *booms* e as quebradeiras são produtos, na raiz, da nossa volatilidade emocional. Mas as finanças também exageram as diferenças entre nós, enriquecendo os sortudos e os espertos, empobrecendo os azarados e os não tão espertos. A globalização financeira significa que, depois de mais de trezentos anos de divergência, o mundo não pode mais ser dividido entre países desenvolvidos ricos e países subdesenvolvidos pobres. Quanto mais integrados se tornarem os mercados financeiros do mundo, maiores serão as oportunidades para pessoas financeiramente letradas, seja lá onde viverem – e maiores os riscos de fracasso para os analfabetos financeiros. Enfaticamente, esse não é um mundo plano quanto à distribuição geral de renda, simplesmente porque os resultados sobre o capital têm subido muito em relação aos resultados da mão de obra não especializada ou semiespecializada. As recompensas por “ter conseguido” jamais foram tão imensas. E as penalidades para a ignorância financeira jamais foram tão duras.

Finalmente, acabei compreendendo que poucas coisas são mais difíceis do que o *timing* e a magnitude das crises financeiras, porque o sistema financeiro é genuinamente complexo, e muitas das relações dentro dele são não lineares e até mesmo caóticas. A ascensão do dinheiro jamais foi suave, e cada novo desafio recebe uma nova resposta dos banqueiros e os da sua espécie. Como um horizonte andino, a história das finanças não é uma curva suave para cima, mas uma série de picos e vales recortados e irregulares. Ou, para variar a metáfora, a história financeira parece um caso clássico de evolução em andamento, não obstante uma estrutura de

tempo mais apertada do que a da evolução no mundo natural. “Exatamente como algumas espécies se tornam extintas na natureza”, observou o assistente do secretário do Tesouro dos Estados Unidos, Anthony W. Ryan, diante do Congresso em setembro de 2007, “algumas novas técnicas financeiras podem acabar se provando menos bem-sucedidas do que outras”. Essa linguagem darwiniana parece extraordinariamente apropriada enquanto eu escrevo.

Será que estamos à beira de uma “grande mortandade” no mundo financeiro – uma daquelas extinções em massa de espécies que ocorreram periodicamente, como a extinção no fim do período cambriano, que matou 90% das espécies da Terra, ou a catástrofe do cretáceo-terciário que acabou com os dinossauros? É um cenário que muitos biólogos têm razão de temer, enquanto a mudança climática provocada pelo homem causa devastação nos *habitats* naturais no globo inteiro. Mas uma grande mortandade de instituições financeiras é também um cenário com o qual todos deveríamos nos preocupar, enquanto outro desastre feito pelo homem abre seu caminho e penetra lenta e dolorosamente através do sistema financeiro global.

Por todas essas razões – se você está lutando para levar o seu dinheiro até o final do mês, ou se esforçando para ser um Senhor, ou Senhora do Universo –, jamais foi tão necessário compreender a ascensão do dinheiro quanto hoje. Se este livro ajudar a derrubar aquela barreira perigosa que cresceu entre o conhecimento financeiro e os outros tipos de conhecimento, eu não terei mourejado em vão.

---

* Reveladoramente, o aumento de mulheres formadas foi de 2,3% para 3,4%. Os Senhores do Universo ainda são mais numerosos do que as Senhoras do Universo.

** Os planos 401 (k) foram introduzidos em 1980 como uma forma de contribuição definida do plano de aposentadoria. Os empregados podem escolher ter uma parte dos seus salários paga ou “diferida” para uma conta 401 (k). Depois lhes são oferecidas escolhas sobre como o dinheiro deve ser investido. Com poucas exceções, nenhum imposto sobre o dinheiro é pago até que ele seja retirado.

1
Sonhos de Ganância

Imaginem um mundo sem dinheiro. Durante mais de cem anos, os comunistas e os anarquistas – para não mencionar os reacionários extremistas, os religiosos fundamentalistas e os *hippies* – sonharam exatamente com isso. De acordo com Friedrich Engels e Karl Marx, o dinheiro era meramente um instrumento da exploração capitalista, substituindo todas as relações humanas, mesmo aquelas dentro das famílias, pelo desumano "nexo da moeda". Como mais tarde Marx procurou demonstrar no seu livro *O capital*, o dinheiro era o trabalho transformado em *commodity*, o excedente gerado pela labuta honesta, apropriado, e depois "coisificado" para satisfazer a luxúria insaciável da classe capitalista pelo acúmulo de riquezas. Essas noções custam a morrer. Ainda nos anos 1970, alguns comunistas europeus ansiavam por um mundo sem dinheiro, como nessa efusão utópica da *Socialist Standard*:

> O dinheiro desaparecerá... O ouro pode ser preservado, de acordo com a vontade de Lênin, para a construção de lavatórios públicos... Nas sociedades comunistas, os bens serão disponibilizados ampla e gratuitamente. A organização da sociedade até as suas próprias origens será sem dinheiro... O desejo neurótico e frenético pelo consumo e pelo acúmulo de riquezas desaparecerá. Será absurdo querer acumular coisas: não mais existirá dinheiro para ser embolsado; nem assalariados para serem contratados...
> O novo homem se parecerá com os seus ancestrais caçadores, que confiavam na natureza que os abastecia livremente e, com frequência, abundantemente com tudo que eles precisavam para viver; e que não tinham que se preocupar com o amanhã...[1]

Ainda assim, nenhum Estado comunista – nem mesmo a Coreia do Norte – achou prático dispensar o dinheiro.[2] E até mesmo uma familiaridade passageira com as verdadeiras sociedades primitivas sugere que existem consideráveis desvantagens em relação a uma vida desprovida de dinheiro.

Há cinco anos, membros da tribo Nukak-Makú saíram caminhando inesperadamente da floresta amazônica em San José del Guaviare, na Colômbia. A Nukak era uma tribo que o

tempo esqueceu, isolada do resto da humanidade até esse repentino aparecimento. Subsistindo unicamente dos macacos que conseguiam caçar e das frutas que colhiam, eles não tinham o conceito do dinheiro. Significativamente, tampouco possuíam a noção de futuro. Naqueles dias, eles viveram numa clareira perto da cidade, confiando sua subsistência aos alimentos doados pelo governo. Quando lhes perguntaram se sentiam falta da floresta, eles riram. Depois de uma vida inteira de caminhadas penosas, durante dias inteiros, em busca de comida, eles estavam assombrados que perfeitos estranhos lhes dessem tudo, sem lhes pedir nada em troca.[3]

A vida de um caçador primitivo é, de fato, como Thomas Hobbes disse sobre o estado da natureza: "solitária, pobre, detestável, brutal e curta". Em alguns aspectos, para estar seguro, perambular pela floresta matando macacos pode ser preferível ao duro trabalho da agricultura de subsistência. Mas os antropólogos mostraram que muitas tribos primitivas, que sobreviveram nos tempos modernos, eram menos plácidas do que os Nukak. Entre os Jivaro do Equador, por exemplo, quase 60% das mortes de homens eram resultado da violência. Para os índios brasileiros Ianomani, a cifra chegava perto dos 40%. Ao que parece, quando dois grupos desses povos primitivos se encontram por acaso, muito provavelmente eles brigam por causa dos recursos escassos (comida e mulheres férteis), em vez de iniciar uma troca comercial. Homens caçadores primitivos não comerciam. Eles vagueiam e atacam. Tampouco economizam, pois consomem sua comida na medida em que e se a encontram. Consequentemente, não precisam de dinheiro.

A Montanha de Dinheiro

Sociedades mais sofisticadas do que os Nukak funcionaram sem dinheiro, é verdade. Há quinhentos anos, a sociedade mais sofisticada da América do Sul, o Império inca, também não usava dinheiro. Os incas apreciavam as qualidades estéticas dos metais raros. O ouro era "o suor do sol", a prata era "as lágrimas da Lua". O trabalho era a unidade de valor no Império Inca, exatamente como mais tarde foi suposto ser numa sociedade comunista. E, exatamente como no comunismo, a economia inca dependia de frequentes planos centrais e do trabalho forçado. Em 1532, entretanto, o Império inca foi destruído por um homem que, como Cristóvão Colombo, veio para o Novo Mundo expressamente em busca de metais preciosos, para depois cunhá-los[*].

Filho ilegítimo de um coronel espanhol, Francisco Pizarro cruzou o Atlântico em busca de fortuna em 1502.[4] Um dos primeiros europeus a atravessar o istmo do Panamá para o Pacífico, ele liderou a primeira das três expedições ao Peru, em 1524. O terreno era agreste, a comida escassa e os primeiros povos indígenas que encontraram foram hostis. Entretanto, a boa acolhida que sua segunda expedição recebeu na região de Tumbes, onde os habitantes os saudaram como "os filhos do Sol", convenceu Pizarro e seus confederados a persistirem. Depois de voltar para a Espanha, para obter a aprovação real a seu plano de "estender o

império de Castela"**, como "governador do Peru", Pizarro reuniu uma expedição com 3 navios, 27 cavalos e 180 homens equipados com o armamento mais moderno da Europa: revólveres e bestas mecânicas.[5] Essa terceira expedição saiu do Panamá no dia 27 de dezembro de 1530. Demoraria pouco menos de dois anos para os conquistadores realizarem seu objetivo: um confronto com Atahualpa, um dos dois filhos do imperador inca Huayna Capac, havia pouco falecido. Depois de recusar a proposta do frei Vicente Valverd, de que se submetesse ao domínio cristão, jogando desrespeitosamente a Bíblia ao chão, Atahualpa apenas conseguiu ficar olhando enquanto os espanhóis, confiantes sobretudo no terror inspirado por seus cavalos (animais desconhecidos dos incas), aniquilaram seu exército. Considerando que eram em número tão menor em relação aos incas, foi realmente um feito assombroso.[6] Atahualpa logo compreendeu o que Pizarro queria, e tentou comprar sua liberdade oferecendo encher o cômodo onde estava detido com ouro (uma vez) e prata (duas vezes). No total, nos meses subsequentes, os incas juntaram 13.420 libras [cerca de 6.080 quilos] de ouro de 22 quilates, e 26.000 libras [cerca de 11.800 quilos] de prata pura.[7] Apesar disso, Pizarro ordenou a execução do seu prisioneiro, que foi garroteado em público em agosto de 1533.[8] Com a queda da cidade de Cuzco, o Império inca foi estraçalhado pela orgia do saque espanhol. A despeito de uma revolta liderada pelo inca supostamente títere, Manco Capac, em 1536, o domínio espanhol foi estavelmente estabelecido e simbolizado pela construção de uma nova capital, Lima. O Império foi formalmente dissolvido em 1572.

O próprio Pizarro morreu de maneira tão violenta quanto viveu, apunhalado mortalmente em Lima, em 1541, depois de uma desavença com um dos seus parceiros colonizadores. Mas seu legado à coroa espanhola, em última análise, ultrapassou até mesmo os seus próprios sonhos. Os conquistadores foram inspirados pela lenda do El Dorado, um rei nativo que se acreditava ter o corpo coberto por poeira de ouro em todas as ocasiões festivas. No lugar que os homens de Pizarro chamaram de Alto Peru, uma terra desolada de montanhas e neblina, onde aqueles desacostumados a grandes altitudes tiveram que lutar para respirar, eles encontraram algo igualmente valioso. Com um pico de 4.824 metros acima do nível do mar, o estranhamente simétrico Cerro Rico – literalmente a "montanha rica" – foi a suprema materialização da mais potente de todas as ideias sobre dinheiro: uma montanha de sólido minério de prata. Quando um nativo chamado Diego Gualpa descobriu seus cinco grandes veios em 1545, ele mudou a história econômica do mundo.[9]

Os incas não conseguiam compreender o desejo insaciável por ouro e prata que parecia dominar os europeus. "Mesmo se toda a neve nos Andes se transformasse em ouro, ainda assim eles não estariam satisfeitos", reclamou Manco Capac.[10] Os incas não podiam avaliar que, para Pizarro e seus homens, a prata era mais do que um metal brilhante, decorativo. Que ela podia ser transformada em dinheiro: uma unidade de valor, um recipiente de valor – poder portátil.

O Cerro Rico, em Potosí: a montanha de dinheiro do Império espanhol

No começo, para trabalhar nas minas, os espanhóis contaram com o pagamento de soldos aos habitantes dos vilarejos vizinhos. Mas as condições eram tão duras que, a partir do final do século XVI, um sistema de trabalho forçado (*la mita*) teve que ser introduzido, pelo qual os homens entre 18 e 50 anos das dezesseis províncias nas montanhas foram conscritos durante dezessete semanas por ano.[11] A mortalidade entre os mineiros era tremenda, não somente pela constante exposição aos gases do mercúrio, gerados pelo pátio do processo de refinamento, onde o minério da prata retirado do solo era esmagado num amálgama com mercúrio, lavado,

e depois aquecido para eliminar o mercúrio.[12] O ar nos corredores da mina era (e permanece) nocivo, e os mineiros tinham que descer em poços de cerca de 220 metros nas escadas mais primitivas, por onde subiam depois de longas horas escavando, com sacos de minério de prata amarrados nas suas costas. Rochas soltavam e caíam, matavam e aleijavam centenas. Potosí, a nova cidade da corrida da prata era, declarou Domingo de Santo Tomás, “uma boca do inferno, na qual uma grande massa de gente entrava todo ano e era sacrificada pela ganância dos espanhóis ao seu deus”. Rodrigo de Loaisa chamou as minas de “poços infernais”, observando que, “se vinte nativos saudáveis entrassem numa segunda-feira, a metade podia emergir aleijada no sábado”.[13] Nas palavras do monge agostiniano frei Antonio de la Calancha, escrevendo em 1638: “Toda moeda de peso cunhada em Potosí custou a vida de dez nativos que morreram nas profundezas das minas”. E quando a força de trabalho nativa foi exaurida, milhares de escravos africanos foram importados para substituí-los como “mulas humanas”. Mesmo hoje, ainda existe algo infernal sobre os poços e os sufocantes túneis de Cerro Rico.

Um lugar de morte para aqueles obrigados a trabalhar nele, Potosí foi onde a Espanha ficou rica. Entre 1556 e 1783, a “montanha rica” produziu 45.000 toneladas de prata pura, que foram transformadas em barras e moedas na Casa de Moneda [Casa da moeda] e embarcadas para Sevilha. A despeito do ar rarefeito e do clima hostil, Potosí rapidamente se tornou uma das principais cidades do Império espanhol, com uma população entre 160.000 e 200.000 habitantes, no seu auge, maior do que a maioria das cidades europeias daquela época. *Valer un potosí* ainda é uma expressão espanhola que significa “valer uma fortuna”. A conquista de Pizarro, ao que parece, fez a coroa espanhola rica além dos sonhos de ganância.

É costume dizer que o dinheiro é um meio de troca, que tem a vantagem de eliminar as ineficiências do escambo; uma unidade de valor, que facilita a avaliação e o cálculo; e um recipiente de valor, que permite que as transações econômicas sejam conduzidas durante longos períodos e também a despeito das distâncias geográficas. Para desempenhar todas essas funções da melhor maneira, o dinheiro tem que estar disponível, e ser durável, fungível, portátil e confiável. Como preenchem a maioria desses critérios, ao longo dos milênios os metais, como ouro, prata e bronze foram considerados como a matéria-prima monetária ideal. As moedas mais antigas que se conhecem datam de 600 a.C., e foram encontradas por arqueólogos no Templo de Ártemis em Éfeso (perto de Izmir, na moderna Turquia). Essas moedas ovulares da Lídia, que foram feitas de uma liga de ouro e prata conhecida como eletro, e exibiam a cabeça de um leão, foram as antecessoras da tetradracma ateniense, uma moeda de prata padronizada com a cabeça da deusa Atena de um lado e uma coruja (associada a ela por sua suposta sabedoria) no verso. Nos tempos romanos, as moedas eram produzidas com três metais diferentes: o *aureus* (ouro), o *denarius* (prata) e o *sestercius* (bronze), classificadas nessa ordem de acordo com a relativa escassez dos metais em questão, mas todas exibiam a cabeça do imperador reinante de um lado e as lendárias figuras de Rômulo e

Remo do outro. As moedas não foram excepcionais na zona do antigo Mediterrâneo, e foi claramente onde apareceram primeiro. Foi somente em 221 a.C. que uma moeda padronizada de bronze foi introduzida na China pelo "primeiro imperador", Qin Shihuangdi. Em todos os casos, moedas feitas de metal precioso eram associadas a soberanos poderosos que monopolizaram a cunhagem do dinheiro, em parte para utilizá-lo como uma fonte de receita.

O sistema romano de cunhagem sobreviveu ao próprio Império Romano. Os preços ainda estavam sendo cotados em termos dos *denarii* de prata na época de Carlos Magno, rei dos francos de 768 a 814. A dificuldade foi que, na época da coroação de Carlos Magno como *Imperator Augustus*, em 800, havia uma escassez crônica de prata na Europa ocidental. A demanda por dinheiro era maior nos centros comerciais muito mais desenvolvidos do Império islâmico, que dominava o sul do Mediterrâneo e o Oriente Próximo, de modo que o metal precioso era drenado da Europa atrasada. Tão raro era o *denarius* na época de Carlos Magno, que bastavam apenas 24 deles para comprar uma vaca carolíngia. Em algumas partes da Europa, as pimentas e as peles de esquilo serviam como substitutas para a moeda; em outras, *pecunia* chegou a significar a terra, em vez do dinheiro. Esse foi um problema que os europeus tentaram superar de uma entre duas maneiras. Exportariam mão de obra e bens, trocando por escravos e madeira em Bagdá, ou por ouro africano em Córdoba e no Cairo. Ou poderiam saquear metais preciosos declarando guerra ao mundo muçulmano. Do mesmo modo que as conquistas subsequentes, as cruzadas serviram tanto para resolver a escassez monetária da Europa quanto para converter pagãos ao cristianismo.[14]

Organizar cruzadas era um empreendimento caro, e o rendimento líquido era modesto. Para complicar ainda mais as suas dificuldades monetárias, os governos medievais e do começo da era moderna fracassaram, e não conseguiram encontrar uma solução para o que os economistas chamam de "o grande problema do troco miúdo": a dificuldade de estabelecer relações estáveis entre moedas feitas de diferentes tipos de metais, o que significava que as moedas de denominação menor sofriam carências recorrentes, e também depreciações e degradações.[15] Por esse motivo, parece que em Potosí e nos outros lugares do Novo Mundo, onde encontraram grandes quantidades de prata (notadamente em Zacatecas, no México), os conquistadores espanhóis conseguiram quebrar essa limitação secular. A beneficiária inicial foi, naturalmente, a monarquia castelhana, que patrocinara as conquistas. Os comboios de navios – mais de cem na época – que transportaram 170 toneladas de prata anualmente através do Atlântico, atracavam em Sevilha. Um quinto de tudo que foi produzido era reservado para a coroa, e respondeu por 44% de todas as despesas reais no auge do final do século XVI.[16] Mas a maneira pela qual o dinheiro foi gasto garantiu que a nova riqueza descoberta da Espanha provesse o continente inteiro com um estímulo monetário. O "duro", a moeda espanhola de prata, que foi baseada no *thaler* alemão (por conseguinte, mais tarde, o dólar), se tornou a primeira moeda verdadeiramente global do mundo, e financiou não somente as prolongadas guerras que a Espanha lutou na Europa, mas também a rápida expansão do comércio da Europa com a Ásia.

Ainda assim, nem toda a prata do Novo Mundo conseguiu colocar a rebelde República Holandesa de joelhos, nem garantiu o domínio da Inglaterra pela coroa espanhola, ou pôde salvar a Espanha de um inexorável declínio econômico e imperial. Como o rei Midas, os monarcas espanhóis do século XVI, Carlos V e Filipe II, descobriram que uma abundância do metal precioso podia ser tanto uma maldição quanto uma bênção. A razão? Eles cavaram tanta prata para financiar suas guerras de conquista que o valor do próprio metal declinou dramaticamente – ou seja, o seu poder de compra em relação aos outros bens. Durante a chamada "revolução do preço", que afetou toda a Europa dos anos 1540 até os anos 1640, o custo da comida – que não mostrara uma tendência de aumento sustentado durante trezentos anos – subiu acentuadamente. Na Inglaterra (o país do qual temos os melhores dados sobre os preços), o custo de vida subiu por um fator de sete no mesmo período; não um alto índice de inflação atualmente (média em torno de 2% ao ano), mas um aumento revolucionário no preço do pão, pelos padrões medievais. Na Espanha, a abundância da prata também agiu como uma "maldição do recurso", como o petróleo abundante da Arábia, da Nigéria, da Pérsia, da Rússia e da Venezuela na nossa época, removendo os incentivos para uma atividade econômica mais produtiva, enquanto ao mesmo tempo fortalecia os autocratas exploradores de aluguéis, à custa das assembleias representativas (as Cortes, no caso da Espanha).[17]

O que os espanhóis não conseguiram compreender foi que o valor do metal precioso não é absoluto. O dinheiro somente tem valor quando alguém está disposto a dar-lhe algo por ele. Um crescimento no seu abastecimento não tornará a sociedade mais rica, embora possa enriquecer o governo que monopoliza a produção do dinheiro. As outras coisas permanecendo iguais, a expansão monetária meramente elevará os preços.

De fato, não existe qualquer razão além do acaso histórico que justifique o fato de o dinheiro ter sido durante tanto tempo equacionado na mente do Ocidente com o metal. Na antiga Mesopotâmia, começando há cerca de cinco mil anos, as pessoas usavam "fichas" de argila para registrar transações que envolvessem produtos agrícolas, como a cevada ou a lã, ou metais como a prata. Anéis, blocos ou placas feitas de prata serviam certamente como dinheiro, do mesmo modo que os grãos, mas as tábuas de argila eram igualmente importantes, e com toda probabilidade mais ainda. Muitas delas sobreviveram, lembranças de que, quando os seres humanos começaram a produzir registros escritos das suas atividades, eles o fizeram não para escrever história, poesia ou filosofia, mas para fazer negócios.[18] É impossível tocar nesses antigos instrumentos financeiros sem um sentimento de assombro. Embora feitos de argila básica, eles duraram muito mais do que os dólares de prata do manancial de Potosí. Uma "ficha" especialmente bem preservada, da cidade de Sippar (atualmente Tell Abu Habbah, no Iraque), data do reinado de Ammi-ditana (1683-1647 a.C.), e declara que seu portador deve receber uma quantia específica de cevada na época da colheita. Outra dessas "fichas", inscrita no reinado do seu sucessor, o rei Ammi-saduqa, ordena que o portador deveria receber uma quantidade de prata no final de uma jornada.[19]

Se o conceito básico nos parece familiar, é parcialmente porque uma nota bancária faz

coisas similares. Apenas dê uma olhada nas palavras mágicas de qualquer nota do Banco da Inglaterra: “Eu prometo pagar ao portador, sob demanda, a soma de...”. As notas bancárias, originadas na China no século VII, são peças de papel que não têm quase nenhum valor intrínseco. São simplesmente promessas de pagamento (de onde vem sua designação original no Ocidente, como “notas promissórias”), exatamente como as tábuas de argila da antiga Babilônia quatro milênios atrás. “In God We Trust” [Em Deus Nós Confiamos] está escrito nas costas de uma nota de dez dólares, mas a pessoa em quem realmente confiamos, quando aceitamos uma dessas notas como pagamento, é o sucessor do homem na frente da nota – Alexander Hamilton, o primeiro secretário do Tesouro, que, no momento em que escrevo, acontece de ser o predecessor de Lloyd Blankfein, como CEO do Goldman Sachs, Henry M. Paulson, Jr. Quando um americano troca seus bens ou seu trabalho por um punhado de dólares, ele está essencialmente confiando que “Hank” Paulson – e por implicação Ben Bernanke, o presidente do FED, Federal Reserve System – não repetirá o erro da Espanha fabricando tantas dessas notas que elas vão acabar valendo nada mais do que o papel onde foram impressas.

Uma tabuleta de barro, do II milênio a.C, da Mesopotâmia, frente (acima), e costas (página oposta). A inscrição declara que Amil-mirra pagará 330 medidas de cevada ao portador da tabuleta na época da colheita

Atualmente, a despeito do fato que o poder de compra do dólar declinou sensivelmente ao longo dos últimos cinquenta anos, permanecemos mais ou menos contentes com o dinheiro

papel – para não mencionar que as moedas são feitas literalmente de refugo, trapos e papel velho. E não são recipientes de valor, não. Ainda mais espantosamente, estamos satisfeitos com um dinheiro que nem sequer podemos ver. O dinheiro eletrônico de hoje pode ser transferido do nosso empregador para a nossa conta bancária e daí para nossas lojas favoritas sem jamais se materializar fisicamente. É esse dinheiro "virtual" que agora domina o que os economistas chamam de suprimento de dinheiro. E o dinheiro nas mãos dos americanos comuns representa apenas 11% de uma medida monetária conhecida como M2. Atualmente, o caráter intangível da maior parte do dinheiro é talvez a melhor evidência da sua verdadeira natureza. O que os conquistadores não conseguiram entender é que o dinheiro é uma questão de confiança, talvez de fé: confiança na pessoa que está nos pagando, confiança na pessoa que emite o dinheiro que ele usa, ou na instituição que honra os seus cheques ou as suas transferências. O dinheiro não é metal. É a confiança registrada. E não parece importar muito onde é registrada: sobre a prata, sobre a argila, sobre uma tela de cristal líquido. Tudo serve como dinheiro, das conchas lumache das ilhas Maldivas, aos imensos discos de pedra das ilhas de Yap, no Pacífico.[20] E agora, ao que parece, o nada pode servir como dinheiro também, nessa era eletrônica.

A relação central que o dinheiro cristaliza é entre o emprestador, e o que pede emprestado. Olhe novamente as tábulas de argila da Mesopotâmia. Em cada uma delas, as transações ali registradas foram reembolsos de *commodities* que tinham sido emprestadas; as

tábulas foram evidentemente emitidas e asseguradas pelo emprestador (frequentemente num recipiente de argila selado), para registrar a importância devida e a data do reembolso. O sistema de empréstimo da antiga Babilônia era evidentemente bastante sofisticado. Os débitos eram transferidos e, por conseguinte, o "pagamento ao portador" e não a um credor nomeado. Os recibos de argila, ou encargos, eram emitidos para aqueles que depositavam o grão ou outras *commodities* nos palácios reais ou nos templos. Esperava-se que os que tomavam empréstimos pagassem juros (um conceito que provavelmente se originou do crescimento natural de um rebanho de animais), em taxas que com frequência chegavam a 20%. Os exercícios matemáticos do reinado de Hammurabi (1792-1750 a.C.) sugerem que algo como juros compostos podiam ser cobrados em empréstimos de longo prazo. Mas o fundamento sobre o qual tudo isso se firmou e se consolidou foi a credibilidade subjacente da promessa de reembolso de quem tomou emprestado. (Não é coincidência que a raiz da palavra "crédito" seja a palavra latina *credo*, "Eu acredito".) Periodicamente, os devedores podiam ser auxiliados – de fato, as Leis de Hammurabi prescreviam o perdão de dívidas a cada três anos –, mas isso não parece ter desencorajado emprestadores privados e públicos de fazer negócios na expectativa razoável de que receberiam seu dinheiro de volta.[21] Pelo contrário, a tendência na antiga Mesopotâmia foi a expansão das finanças privadas. Na altura do século VI a.C., famílias como os Egibi emergiram na Babilônia como poderosos donos de terras e emprestadores de dinheiro, com interesses comerciais em lugares tão longe do seu ambiente nativo quanto Uruk, a mais de 160 quilômetros ao sul, e a Pérsia, no leste. Os milhares de tábulas de argila que sobreviveram desse período registram o número de pessoas que deviam aos Egibi, numa ocasião ou noutra. O fato de que a família prosperou e floresceu durante cinco gerações sugere que os Egibi geralmente recebiam de quem lhes devia.

Não seria de todo correto afirmar que o crédito foi inventado na antiga Mesopotâmia. A maioria dos empréstimos da Babilônia não passava de simples adiantamentos de armazéns reais ou religiosos. O crédito não estava sendo criado no sentido moderno que discutirei depois neste capítulo. Contudo, esse foi um começo importante. Sem a antecedência fundamental de emprestar e tomar emprestado, a história econômica do nosso mundo dificilmente teria decolado. E sem a rede de relacionamentos sempre crescente entre credores e devedores, a economia global de hoje não funcionaria bem. Ao contrário da famosa canção do musical *Cabaret*, o dinheiro não faz o mundo girar literalmente. Mas ele faz girar atordoantes quantidades de pessoas, de bens e de serviços em todo o mundo.

A coisa extraordinária é o quão tardia e hesitantemente a ideia do crédito fincou raízes na parte do mundo onde ela floresceu mais espetacularmente.

Agiotas e Usurários

No começo do século XIII, o norte da Itália era uma terra subdividida em múltiplas cidades-estado hostis. Entre os muitos remanescentes do defunto Império Romano havia um sistema

numérico (I, II, III, IV...) singularmente inadequado para cálculos matemáticos complexos, e muito menos para as necessidades do comércio. Em nenhum outro lugar isso se tornou um problema maior do que em Pisa, onde os comerciantes também tiveram que brigar com sete diferentes tipos de cunhagem em circulação. Como comparação, a vida econômica no mundo oriental – no califado dos abássidas, ou na China da dinastia Sung – era muito mais avançada, exatamente como tinha sido na época de Carlos Magno. Para descobrir a finança moderna, a Europa teve de importá-la. E, para isso, um papel crucial foi desempenhado por um jovem matemático chamado Leonardo de Pisa, ou Fibonacci.

Filho de um funcionário da alfândega de Pisa, baseado na que agora é a cidade de Bejaia, na Argélia, o jovem Fibonacci havia imergido no que ele chamou de "método indiano" da matemática, uma combinação de *insights* indianos e árabes. Sua introdução a essas ideias foi para revolucionar a maneira como os europeus contavam. Atualmente, ele é mais bem lembrado pela sequência Fibonacci de números (0, 1, 1, 2, 3, 5, 8, 13, 21, ...), na qual cada número sucessivo é a soma dos dois anteriores, e o coeficiente entre um número e seu antecedente imediato tende na direção de um "meio dourado" (por volta de 1,618). É um padrão que espelha algumas das propriedades repetitivas que podem ser encontradas no mundo natural (por exemplo, na geometria fractal de samambaias e conchas marinhas).[***] Mas a sequência Fibonacci foi apenas uma entre as muitas ideias matemáticas do Oriente introduzidas na Europa por seu pioneiro livro *Liber Abaci* [O Livro do Cálculo], que ele publicou em 1202. Nele, os leitores poderão encontrar frações explicadas e também o conceito do valor presente (o valor atual descontado de um fluxo de receita futura).[22] O mais importante de tudo foi a introdução de Fibonacci aos números hindu-arábicos. Ele não somente criou e deu o sistema decimal à Europa, que torna mais fáceis todos os tipos de cálculos do que os números romanos; ele também mostrou como esse sistema poderia ser aplicado à contabilidade comercial, à conversão de moedas e, crucialmente, ao cálculo dos juros. Significativamente, muitos dos exemplos no *Liber Abaci* ficam mais vívidos porque são expressos em termos de *commodities* como peles de animais, pimentas, queijo, óleo e especiarias. Isso significa a aplicação da matemática para ganhar dinheiro e, em particular, para emprestar dinheiro. Um exemplo característico começa assim:

> Um homem depositou 100 libras [45,36 quilos] num determinado armazém de um mercador e recebeu 4 *denarii* por libra como juro mensal, e a cada ano ele recebeu o pagamento referente a 30 libras [13,60 quilos]. Devemos computar em cada ano a redução das 30 libras [13,60 quilos] do capital, e o lucro das ditas 30 libras [13,60 quilos]. Pode-se saber por quantos anos, meses, dias e horas ele manterá o dinheiro no armazém...

Os centros italianos como a cidade natal de Fibonacci, Pisa, e a vizinha Florença acabaram sendo solos férteis para essas sementes financeiras. Mas foi Veneza, sobretudo, mais exposta do que as outras às influências orientais, que se transformou no grande laboratório de empréstimos da Europa. Não é por coincidência que o mais famoso emprestador de dinheiro da literatura ocidental vivia baseado em Veneza. Sua história ilustra

brilhantemente os obstáculos que, durante séculos, impediram a tradução das teorias de Fibonacci numa prática financeira efetiva e eficaz. Esses obstáculos não eram econômicos ou políticos. Eram culturais.

*

A peça de Shakespeare, *O mercador de Veneza*, é baseada na história de um livro italiano do século XIV, chamado *Il Pecorone* [O asno], uma coleção de anedotas e de contos escritos por Giovanni Fiorentino, em 1378. Um deles conta a história de uma mulher rica que casa com um jovem cavaleiro honesto. Seu marido precisa de dinheiro e um dos seus amigos, ansioso para ajudar, vai a um agiota, ou prestamista, para pedir um empréstimo em nome do seu amigo. O agiota, um judeu, como Shylock, exige uma libra (0,450 quilo) de carne [do corpo] como garantia, que será tomada se o dinheiro não for pago de volta. Da maneira como Shakespeare a reescreveu, Shylock, o agiota judeu, concorda em emprestar três mil ducados a Bassanio, o pretendente apaixonado, mas com a garantia, ou o aval, do amigo de Bassanio, o mercador Antonio. Como Shylock diz, Antonio é um "bom homem" – não significando que ele seja especialmente virtuoso, mas que o seu crédito é "suficiente". Entretanto, Shylock também observa que emprestar dinheiro a mercadores (ou a seus amigos) é arriscado. Os navios de Antonio estão espalhados pelo mundo, um a caminho do norte da África, o outro para a Índia, um terceiro para o México, um quarto para a Inglaterra:

> ... seus meios estão em suposição: ele tem um galeão a caminho de Trípoli, outro para as Índias; além disso, eu compreendo, sobre o Rialto, ele tem um terceiro para o México, um quarto para a Inglaterra, e tem outras venturas espalhadas no exterior. Mas navios não são senão tábuas, marinheiros senão homens: haverá ratos de terra, ratos de água, ladrões de água, ladrões de terras, eu quero dizer piratas, e depois existe o perigo de águas, de ventos e de rochedos.

É precisamente por causa disso que qualquer pessoa que empresta dinheiro a um mercador, mesmo que seja apenas pela duração de uma viagem oceânica, precisa ser compensada. Geralmente chamamos isso de juro de compensação: a quantidade paga ao emprestador acima e abaixo da soma emprestada, ou o principal. O tipo de comércio exterior do qual Veneza dependia não teria acontecido se os seus financiadores não tivessem sido recompensados de alguma maneira, por arriscarem seu dinheiro em "meras tábuas e homens".

Mas por que Shylock acabou se saindo esse vilão, exigindo literalmente 0,450 quilo de carne [do corpo] – com efeito, a morte de Antonio – se ele não pudesse cumprir suas obrigações? A resposta é, naturalmente, que Shylock é um dos muitos agiotas na história que pertenceram a uma minoria étnica. Na época de Shakespeare, fazia quase um século que os judeus vinham provendo crédito comercial a Veneza. Eles montaram seu negócio na frente de um edifício conhecido outrora como Banco Rosso, sentados atrás das suas mesas – suas *tavule* – e sobre os seus bancos, seus *banci*. Mas o Banco Rosso era localizado num gueto apinhado a uma certa distância do centro da cidade.

Havia uma boa razão para explicar por que os mercadores venezianos tinham que ir até o gueto judeu, quando precisavam pedir dinheiro emprestado. Para os cristãos, emprestar dinheiro a juros era um pecado. Os usurários, pessoas que emprestavam dinheiro a juros, tinham sido excomungados pelo III Concílio de Latrão, em 1179. Até mesmo argumentar que emprestar dinheiro a juros não era um pecado tinha sido condenado como heresia pelo Concílio de Viena, em 1311-1312. Os usurários cristãos tiveram que fazer restituições à Igreja, antes que pudessem ser enterrados em solo sagrado. Eles eram especialmente detestados pelos franciscanos e pelos dominicanos, ordens fundadas em 1206 e 1216, respectivamente (logo depois da publicação do *Liber Abaci*, de Fibonacci). O poder dessa interdição não deveria ser subestimado, embora já tivesse certamente enfraquecido na época de Shakespeare.[23]

No Duomo (catedral) de Florença, existe um afresco de Domenico di Michelino, que mostra o grande poeta florentino Dante Alighieri segurando seu livro *A Divina Comédia*. Como Dante imaginara no Canto XVII da sua obra-prima, havia uma parte especial do sétimo círculo do Inferno destinada aos usuários:

> Arrependimento... verte dos seus olhos, e fazem jorrar suas lágrimas tristes;
> Enquanto esse caminho e que eles bateram suas mãos, para alívio
> Do solo fervente, agora, e agora da neve que queima,
>
> Comportando-se, de fato, exatamente como se vê
> Cachorros no verão, escarvando com focinho e pata
> Enquanto são comidos por mosquitos e moscas e pulgas.
>
> Eu olhei para muitos assim chamuscados (devastados) pela rajada causticante,
> E embora eu tivesse perscrutado seus rostos com extrema consideração,
> Não houve ninguém que eu reconhecesse; mas eu vi
>
> Como, estigmatizado com o gravame e traços comuns para ler,
> Do pescoço de cada um caía uma grande bolsa pendurada,
> Onde os seus olhos ainda pareciam se fixar e se alimentar.

Supostamente, os judeus também não deveriam emprestar dinheiro a juros. Mas havia uma brecha conveniente na cláusula no livro do Deuteronômio, do Velho Testamento: “Para um estrangeiro, vós podeis emprestar sob a usura; mas não emprestarás sob a usura ao vosso irmão”. Em outras palavras, um judeu podia emprestar legitimamente a um cristão, embora não a outro judeu. O preço de fazer isso foi a exclusão social.

Os judeus tinham sido expulsos da Espanha, em 1492. Junto com muitos *conversos*, judeus portugueses que foram forçados a adotar o cristianismo por um decreto de 1497, eles buscaram refúgio no Império Otomano. De Constantinopla e de outros portos otomanos, eles estabeleceram relações comerciais com Veneza. A presença judaica em Veneza data de 1509, quando os judeus que viviam em Mestre buscaram refúgio da Guerra da Liga de Cambrai. No começo, o governo da cidade relutou em aceitar os refugiados, mas logo ficou aparente que

eles poderiam ser uma fonte útil de dinheiro e de serviços financeiros, porque podiam ser taxados e também fazer empréstimos.[24] Em 1516, as autoridades venezianas designaram uma área especial da cidade para os judeus, no lugar de uma antiga fundição de ouro que se tornou conhecido como *ghetto nuovo* (*getto* significa literalmente fundição). Era lá que eles deveriam ser confinados a cada noite e nos feriados cristãos. Aqueles que ficavam em Veneza por mais de duas semanas, supostamente eram obrigados a usar um O amarelo nas suas costas, ou um chapéu, ou turbante amarelo (mais tarde, escarlate).[25] A residência ficava limitada por um determinado período na base do *condotte* (decreto), renovado a cada cinco anos.[26] Em 1541, um arranjo semelhante foi decidido com alguns judeus da Romênia, que receberam permissão para morar em outro enclave, o *ghetto vecchio*. Por volta de 1590, havia cerca de 2.500 judeus em Veneza. As construções nos guetos passaram a ter sete andares para acomodar os recém-chegados.

Ao longo do século XVI, a posição dos judeus venezianos permaneceu condicional e vulnerável. Em 1537, quando explodiu a guerra entre Veneza e o Império Otomano, o Senado veneziano ordenou o sequestro das propriedades dos “turcos, judeus e outros súditos turcos”. Outra guerra de 1570 a 1573 provocou a prisão de todos os judeus e o arresto de todas as suas propriedades, embora eles tivessem sido libertados e seus bens restituídos depois que a paz foi restaurada.[27] Para evitar a repetição dessa experiência, os judeus fizeram uma petição ao governo veneziano, para que pudessem ficar em liberdade durante qualquer guerra futura. Eles tiveram a boa fortuna de ser representados por Daniel Rodriga, um mercador judeu de origem espanhola que se provou um negociador altamente eficaz. O decreto que ele conseguiu obter, em 1598, concedia o *status* de súditos venezianos a todos os judeus, e lhes permitia o envolvimento no comércio do Levante – um privilégio valioso – e também a prática da sua religião, abertamente. Apesar disso, restrições importantes permaneceram. Eles não tinham permissão de se juntar às guildas ou de se envolver no comércio a varejo, desse modo restringindo-os aos serviços financeiros, e seus privilégios podiam ser revogados com dezoito meses de aviso antecipado. Como cidadãos, os judeus ficaram, assim, com mais chance de ser bem-sucedidos nas cortes judiciais venezianas do que Shylock. Em 1623, por exemplo, Leon Voltera processou Antonio dalla Donna, que servira como avalista para um fidalgo que tomara empréstimo de determinados itens de Voltera, e depois desaparecera. Durante 1636 e 1637, entretanto, um escândalo envolvendo o suborno de juízes, no qual alguns judeus foram implicados, parece que aumentou, mais uma vez, a ameaça da expulsão.[28]

Embora ficcional, a estória de Shylock não pode ser inteiramente removida, por consequência, da realidade veneziana. De fato, a peça de Shakespeare ilustra de modo bastante preciso três pontos importantes sobre os primórdios modernos dos empréstimos financeiros: o poder dos emprestadores, para impor taxas de juros extorsivas quando os mercados de crédito estavam na sua infância; a importância das cortes judiciais, para resolver disputas financeiras sem o recurso da violência; e, acima de tudo, a vulnerabilidade da minoria de credores diante de uma reação de devedores hostis que pertencem a uma maioria

étnica. No final, é claro, Shylock é contrariado. Embora a corte reconheça seu direito de insistir sobre sua caução – reivindicar sua libra de carne – a lei também o proíbe de derramar o sangue de Antonio. E, como ele é estrangeiro, a lei exige a perda dos seus bens e da sua vida, por ter tramado a morte de um cristão. Ele escapa apenas porque se submete ao batismo. Todos vivem felizes para sempre – exceto Shylock.

O mercador de Veneza levanta profundas questões sobre a economia e também sobre o antissemitismo. Por que os devedores sempre deixam de pagar, ou atrasam, suas dívidas aos credores – especialmente quando os credores pertencem a minorias étnicas impopulares? E por que os Shylocks nem sempre são vencidos?

Os agiotas, como os pobres que eles vitimizam, estão sempre entre nós. Eles florescem no leste da África, por exemplo. Mas não é preciso viajar para o mundo em desenvolvimento para compreender o funcionamento dos empréstimos primitivos de dinheiro. De acordo com um relatório do Departamento de Comércio e Indústria de 2007, aproximadamente 165.000 famílias do Reino Unido usaram emprestadores ilegais de dinheiro, tomando emprestado um montante agregado de 40 milhões de libras por ano, mas pagaram três vezes essa quantia. Para constatar por que os homens que emprestam dinheiro são quase sempre impopulares, a despeito da sua etnia, tudo que se precisa fazer é visitar minha cidade natal, Glasgow. Há muito tempo, os destituídos conjuntos habitacionais do East End da cidade têm sido um solo fértil para a procriação de agiotas. Em distritos como Shettleston, onde meus avós moraram, existem venezianas de aço sobre as janelas dos prédios velhos e negligenciados, e grafites sectários nas paradas de ônibus. Outrora, a vida econômica de Shettlestone girava em torno dos envelopes de pagamento dos trabalhadores empregados nas oficinas metalúrgicas de Boyd. Agora, ela gira em torno dos pagamentos dos benefícios depositados nas contas dos desempregados no posto dos correios. A expectativa de vida dos homens em Shettleston gira em torno de 64 anos, treze a menos do que a média no Reino Unido, e a mesma do Paquistão, o que significa que um menino recém-nascido ali, em geral, não viverá o bastante para receber a sua pensão do Estado.

Essas áreas empobrecidas e negligenciadas de Glasgow são territórios perfeitos de caça para os agiotas. No distrito de Hillington, Gerard Law foi o principal agiota durante vinte anos. Ele usava o Pub Argosy, na Paisley Road West, como seu escritório, onde passava a maioria dos seus dias de trabalho, apesar de ser abstêmio. O sistema de Law era simples. Os que pediam empréstimos lhe entregavam suas cadernetas de benefício, ou seus cheques postais dos Correios, em troca de um empréstimo, cujos termos ele registrava no seu livro contábil de empréstimos. Esse livro contábil era surpreendentemente tosco: uma compilação aleatória de transações, nas quais os mesmos vinte ou trinta nomes e apelidos apareciam repetidamente, ao lado de somas de tamanhos variados: “Beardy Al 15”, “Jibber 100”, “Bernadet 150”, “Wee Caffy 1210”. A taxa padrão de juros que Law cobrava dos seus clientes era de assombrosos 25% por semana. Comumente, pessoas como Beardy Al tomavam 10 libras emprestadas e

pagavam de volta 12,50 libras (capital mais juros) na semana seguinte. Frequentemente, entretanto, os clientes de Law não conseguiam fazer seus pagamentos acordados; quase não surpreende que algumas pessoas na área tivessem que viver com a ninharia de 5,90 libras por dia. E assim elas pediam mais dinheiro emprestado. Não demorava muito, e alguns clientes lhe deviam centenas, ou até mesmo milhares de libras. A velocidade pela qual elas ficavam inteiramente emaranhadas por suas dívidas também não surpreende. Vinte e cinco por cento por semana acaba somando mais de 11 milhões por cento de juros compostos por ano.

Durante um longo período, as taxas de juros da Europa tenderam a declinar. Então, por que algumas pessoas na Grã-Bretanha de hoje pagam taxas de juros de oito dígitos para dívidas triviais? Certamente, esses são empréstimos que você seria maluco se *não* deixasse de pagar. Alguns dos clientes de Law eram, de fato, mentalmente subnormais. Ainda assim, é evidente que existem razões que explicam por que clientes normais e sãos sentiam que seria desaconselhável desconsiderar seus compromissos com ele, não importa o quanto fossem extorsivos. Como o jornal *Scotsman* deixou claro: "muitas das suas vítimas se sentiam aterrorizadas para arriscar o não pagamento das quantias devidas, por conta da sua reputação" – embora não fique claro que Law realmente tivesse apelado para a violência.[29] Por trás de cada agiota, como o caso de Shylock também mostra, se esconde furtivamente uma ameaça.

A prisão de um agiota: Gerard Law é levado por oficiais da Unidade de Empréstimos Ilegais de Dinheiro, da polícia de Glasgow.

É fácil condenar agiotas como imorais e, de fato, criminosos. Gerard Law foi condenado a dez meses de prisão por seu comportamento. Mas nós precisamos entender o fundamento lógico e econômico do motivo que o impulsionava. Primeiro, ele conseguiu tirar vantagem do fato de que nenhuma instituição financeira tradicional daria crédito aos desempregados de Shettleston. Segundo, Law tinha que ser ganancioso e impiedoso, porque era mais do que provável que, de fato, os membros da sua pequena clientela não honrariam seus compromissos financeiros. A dificuldade fundamental de ser um agiota é que o negócio tem uma escala muito pequena, e é muito arriscado para permitir taxas baixas de juros. Mas as altas taxas de juros fazem com que o não pagamento seja tão mais provável que somente a intimidação garante que as pessoas continuem pagando. Então, como os prestamistas e agiotas aprenderam a ultrapassar o conflito fundamental: se fossem muito generosos, não ganhariam dinheiro; se fossem muito exigentes, como Gerard Law, as pessoas acabariam eventualmente chamando a polícia?

A resposta é crescer e ficar grande – e crescer poderosamente.

O Nascimento dos Negócios Bancários

Shylock estava longe de ser o único agiota a descobrir a fraqueza inerente do credor, especialmente quando o credor é um estrangeiro. No começo do século XIV, as finanças da Itália vinham sendo dominadas por três casas florentinas, dos Bardi, Peruzzi e Acciaiuoli. Todas as três faliram nos anos 1340, como resultado do não pagamento das dívidas de dois dos seus principais clientes, o rei Eduardo III, da Inglaterra, e o rei Roberto, de Nápoles. Mas se esse fato ilustra a fraqueza potencial dos prestamistas ou agiotas, o surgimento dos Medici ilustra o exato oposto: seu poder potencial.

Talvez nenhuma outra família tenha deixado uma marca numa era como os Medici deixaram no Renascimento. Dois Medici se tornaram papas (Leão X e Clemente VII); duas se tornaram rainhas da França (Catarina e Maria); três se tornaram duques (de Florença, de Nemours, da Toscana). Apropriadamente, foi aquele supremo teórico do poder político, Niccolò Machiavelli, quem escreveu sua história. Seu patronato das artes e das ciências percorreu uma escala de gênios, de Michelangelo a Galileo. E seu deslumbrante legado arquitetônico ainda cerca o visitante contemporâneo de Florença. Apenas olhe para a Villa de Cafaggiolo, o Mosteiro de San Marco, a Basílica de San Lorenzo e os espetaculares palácios ocupados pelo duque Cosimo de' Medici em meados do século XVI: o antigo Palazzo Pitti, o restaurado Palazzo Vecchio e os novos escritórios da cidade (Uffizi), com seus átrios ao longo do rio Arno.[30] Mas quais são as origens de todo esse esplendor? De onde veio o dinheiro que pagou obras-primas como o radiante *Nascimento de Vênus*, de Sandro Botticelli? A resposta simples é que os Medici eram negociantes de moedas estrangeiras: membros da *Arte de Cambio* (a guilda dos Cambistas). Eles se tornaram conhecidos como banqueiros (*banchieri*) por que, como os judeus de Veneza, negociavam literalmente sentados em bancos atrás de

mesas colocadas na rua. O banco Medici original (banca seria uma descrição melhor) se localizava perto do Palazzo Cavalcanti, na esquina da atual Via dia Porta Rossa e a Via dell'Arte della Lana, a uma curta caminhada do principal mercado florentino de lã.

Antes dos anos 1390, poderíamos sugerir legitimamente, os Medici eram mais bandidos do que banqueiros: um clã pequeno e arrivista, mais notado pela baixa violência do que pelas altas finanças. Entre 1343 e 1360, não menos do que cinco Medici foram condenados à morte por crimes capitais.[31] Então apareceu Giovanni di Bicci de' Medici. Seu objetivo era legitimar os Medici. E, através de um trabalho duro, vida sóbria e cálculo cuidadoso, ele conseguiu realizar o que almejara.

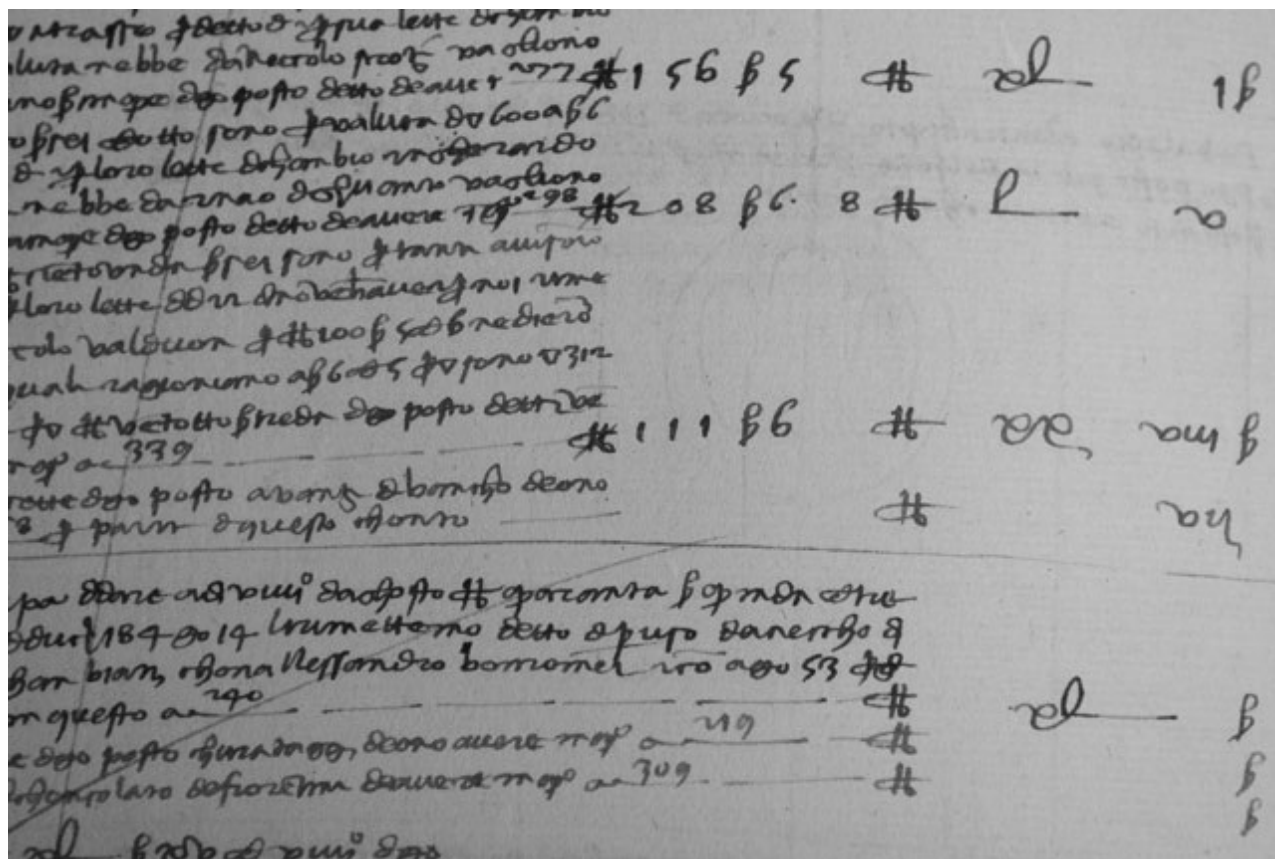
Em 1385, Giovanni se tornou administrador da filial romana de um banco dirigido por um dos seus parentes, Vieri di Cambio de' Medici, um prestamista em Florença. Em Roma, Giovanni construiu sua reputação como negociante de moedas estrangeiras. De muitas maneiras, o papado era o cliente ideal, graças ao número de moedas diferentes que entravam e saíam dos cofres do Vaticano. Como já vimos, essa foi uma era de múltiplos sistemas de cunhagem, alguns em ouro, outros em prata, alguns em metal básico, de tal modo que qualquer transação comercial realizada entre longas distâncias, ou qualquer pagamento de impostos, era complicada pela necessidade da conversão de uma moeda para outra. Mas Giovanni enxergou claramente oportunidades ainda maiores na sua Florença natal, para onde voltou em 1397. Na época que passou o negócio da família para seu filho mais velho, Cosimo, em 1420, ele tinha estabelecido uma filial do banco em Veneza e outra em Roma; mais tarde foram abertas filiais em Genebra, Pisa, Londres e Avignon. E Giovanni também tinha adquirido participação em duas fábricas de lã em Florença.

De importância específica nos primeiros negócios dos Medici foram as notas de câmbio (*cambium per literas*), que haviam sido desenvolvidas ao longo da Idade Média como um meio para financiar o comércio.[32] Se um mercador devia uma determinada soma a outro mercador, e ela não pudesse ser paga em espécie até a conclusão da transação alguns meses à frente, o credor podia emitir uma nota sobre a dívida e usá-la como meio de pagamento do que lhe era devido ou para obter moeda, mediante um desconto, de um banqueiro disposto a atuar como agente intermediário. Enquanto a imposição de juros era condenada como usura pela Igreja, não havia nada que impedisse um negociante hábil de lucrar nessas transações. Essa foi a essência do negócio dos Medici. Não havia cheques; as instruções eram dadas oralmente e registradas nos livros contáveis do banco. Não havia juros; os depositantes recebiam *discrezione* (em proporção aos ganhos anuais da firma) para compensá-los por arriscar seu dinheiro.[33]

Um banqueiro na sua mesa de trabalho:
O banqueiro, quadro de Quentin Massys (1514)

O *libro segreto* – literalmente, o livro secreto**** – de Giovanni di Bicci de' Medici joga uma luz fascinante sobre a ascensão da família.[34] De certo modo, foi simplesmente uma história de contabilidade meticulosa. Em padrões modernos, para estar seguro, havia imperfeições. Os Medici não usavam sistematicamente o método da entrada dupla contábil, embora já fosse conhecido em Gênova desde os anos 1340.[35] Ainda assim, um pesquisador moderno não pode deixar de se impressionar com o esmero, ordenamento, e a elegância das contas dos Medici. Os arquivos também possuem um número dos primeiros balanços patrimoniais dos Medici, com reservas e depósitos corretamente arrumados de um lado (como compromissos financeiros, dívidas, ou *vostro*), e empréstimos para clientes ou notas comerciais do outro lado (como o total dos bens, ou *nostro*). Os Medici não inventaram essas técnicas, mas as aplicaram numa escala como anteriormente jamais tinha sido vista em

Florença. A verdadeira chave do sucesso dos Medici, entretanto, não foi tanto a escala dos negócios, mas a sua diversificação. Enquanto bancos italianos anteriores tinham sido estruturas monolíticas, facilmente destruídas pelo não pagamento de um único devedor importante, o banco Medici era formado de fato por múltiplas parcerias relacionadas, cada uma delas baseada num contrato especial, regularmente renegociado. Os administradores das filiais não eram empregados, mas parceiros, remunerados através da participação nos lucros. Foi essa descentralização que ajudou a tornar o banco Medici tão lucrativo. Com um capital de cerca de 20.000 florins em 1402, e uma folha de pagamento com dezessete pessoas no máximo, o banco apresentou lucro de 151.820 florins entre 1397 e 1420 – cerca de 6.326 florins por ano, e uma taxa de retorno de 32%. E não demorou para que apenas a filial de Roma apresentasse lucros de mais de 30%.[36] A prova de que o modelo funcionava pode ser vista nos registros dos impostos de Florença, que lista páginas e páginas dos bens de Giovanni di Bicci, totalizando cerca de 91.000 florins.[37]

Quando Giovanni morreu em 1429, suas últimas palavras foram uma exortação aos seus herdeiros para manter seus padrões de sagacidade financeira. Seu funeral foi acompanhado por 26 homens de sobrenome Medici, todos prestando homenagem ao *capo della casa*, que se fez por si mesmo. Quando Pio II se tornou papa em 1458, Cosimo de' Medici, filho de Giovanni, era efetivamente o Estado florentino. Como o próprio papa deixou claro: "Questões políticas são resolvidas nesta casa... O homem que ele escolhe assume o posto... Ele é quem decide a paz e a guerra, e controla as leis... Ele é rei em tudo, menos no nome". Governantes estrangeiros eram aconselhados a se dirigir a ele pessoalmente, e a não perder tempo entrando em contato com mais ninguém em Florença. O historiador florentino Francesco Guicciardini observou: "Ele tinha uma reputação de tal natureza, que provavelmente nenhum outro cidadão jamais desfrutou de algo parecido, desde a queda de Roma até os nossos dias". Um dos retratos mais populares de Botticelli – de um jovem surpreendentemente belo – na realidade pretendeu ser um tributo a um banqueiro morto. O rosto na medalha é o de Cosimo de' Medici, e ao seu lado está a inscrição *pater patriae*: "pai do seu país". Quando Lorenzo, o Magnífico, neto de Cosimo, assumiu o controle do banco em 1469, os antigos Sopranos tinham se tornado os Corleones – e mais. E a base de tudo foram os negócios bancários.

Detalhe do livro-razão do banco Médici.

Mais do que qualquer coisa, é o quadro *Adoração dos Magos*, de Botticelli, que resume a transfiguração das finanças que os Medici realizaram. Numa inspeção mais acurada, todos os três sábios são Medici: o velho lavando o pé do menino Jesus é Cosimo, o Velho; abaixo dele, levemente à direita, estão seus dois filhos Piero (de vermelho) e Giovanni (de branco). Também no quadro aparece Lorenzo (vestido de azul-pálido) e, abraçado à sua espada, Giuliano. O quadro foi encomendado pelo chefe da Guilda dos Banqueiros, como um tributo à família. O quadro talvez devesse ter sido chamado de *Adoração dos Medici*. Tendo sido outrora condenados, os banqueiros estavam, então, próximos da divindade.

Inevitavelmente, a subjugação da república florentina ao poder de uma família super-rica suscitou oposição. Entre outubro de 1433 e setembro de 1434, Cosimo e muitos dos seus partidários foram exilados de Florença para Veneza. Em 1478, o irmão de Lorenzo, Giuliano, foi assassinado no brutal atentado da família Pazzi para acabar com o domínio dos Medici. O próprio banco sofreu como resultado da negligência de Lorenzo em favor da política. Administradores de filiais como Francesco Sassetti, de Avignon, ou Tommaso Portinari, de Bruges, se tornaram mais poderosos e menos supervisionados de perto. Progressivamente, o banco passou a depender da conquista de depósitos; seus ganhos do comércio e do câmbio de moeda estrangeira ficaram mais voláteis. Erros caros começaram a ser cometidos, como os empréstimos feitos pela filial de Bruges a Carlos, o Intimorato, duque da Borgonha, ou pela filial de Londres, ao rei Eduardo IV, que nunca foram totalmente pagos. Para manter a firma em pleno andamento, Lorenzo foi compelido a atacar a instituição municipal Monte delle Dote, uma espécie de fundo mútuo para o pagamento dos dotes das filhas.[38] Finalmente, em

1494, em meio ao caos da invasão francesa, a família foi expulsa e todas as suas propriedades foram confiscadas ou liquidadas. Culpando os Medici pelos infortúnios da cidade, o pregador dominicano Girolamo Savonarola convocou uma catártica “Fogueira das Vaidades”, um chamado respondido quando uma multidão invadiu o Palácio Medici e queimou a maior parte dos registros do banco. (Marcas escuras ainda são visíveis nos papéis que sobreviveram.) Como o próprio Lorenzo colocara na letra de uma canção que compôs nos anos 1470: “Se você puder ser feliz, seja./ Não existe certeza sobre o amanhã”.

Ainda assim, quando os membros da elite rica de Florença contemplaram o agitador Savonarola e a multidão plebeia como alternativas ao domínio dos Medici, logo começaram sentir saudades da magnífica família. Em 1537, com dezessete anos, Cosimo de’ Médici (o Jovem) foi convocado de volta a Florença, e em 1569 foi feito grão-duque da Toscana. A linha ducal perdurou por mais de duzentos anos, até 1743. A espécie de moeda *palle* (pílulas) do brasão dos Medici serviu como um lembrete duradouro das origens da família.

Embora outros tivessem tentado antes deles, os Medici foram os primeiros banqueiros que fizeram a transição do sucesso financeiro para o *status* hereditário e o poder. Eles realizaram isso aprendendo uma lição crucial: em finanças, raramente o pequeno é bonito. Ao tornarem seu banco maior e mais diversificado do que qualquer outra instituição financeira anterior, eles acharam uma maneira de distribuir seus riscos. E, ao se envolverem no comércio de moedas, além dos empréstimos, eles reduziram sua vulnerabilidade aos atrasos ou às faltas de pagamento.

O sistema bancário italiano se tornou modelo para aquelas nações do norte europeu, que conseguiriam o maior sucesso comercial nos séculos subsequentes, notadamente a Holanda, a Inglaterra e a Suécia. Foi em Amsterdã, Londres e Estocolmo que ocorreu a nova onda decisiva de inovação financeira, quando os precursores dos bancos centrais apareceram pela primeira vez. O século XVII assistiu à fundação de três instituições distintamente singulares que, em suas maneiras diferentes, pretenderam ter função financeira tanto pública quanto privada. O Wisselbank [Banco de Câmbio], de Amsterdã, foi instituído em 1609, para resolver os problemas práticos criados para os mercadores por causa da circulação de moedas múltiplas nas Províncias Unidas, onde havia não menos do que quatorze moedas locais diferentes e copiosas quantidades de moedas estrangeiras. Ao permitir que os mercadores abrissem contas denominadas numa moeda padronizada, o Banco de Câmbio foi pioneiro no sistema de cheques e de débitos diretos, ou transferências, cuja importância atualmente sequer entra nas nossas cogitações. Isso permitiu que um número progressivamente maior de transações comerciais ocorresse, sem a necessidade de materializar os montantes envolvidos em moedas reais. Um mercador podia fazer um pagamento a outro simplesmente ordenando que sua conta fosse debitada, e a conta da sua correspondente fosse creditada, na mesma importância.[39] A limitação desse sistema era simplesmente que o Banco de Câmbio mantinha algo perto de um coeficiente de 100% entre seus depósitos e suas reservas de metais

preciosos e moedas. Por volta de 1760, quando seus depósitos permaneceram um pouco abaixo de 19 milhões de florins, suas reservas em metal estavam acima de 16 milhões. Uma corrida ao banco era, consequentemente, uma impossibilidade virtual, porque ele possuía dinheiro suficiente à mão para satisfazer quase todos os seus depositantes se, por alguma razão, todos eles quisessem liquidar seus depósitos de uma só vez. Isso tornou o banco seguro, sem dúvida, mas o impediu de desempenhar o que agora seria visto como a característica definidora de um banco, a criação de crédito.

Foi em Estocolmo, quase meio século mais tarde, com a fundação do Riksbank sueco em 1656, que essa barreira foi ultrapassada. Embora tivesse as mesmas funções que o Wisselbank holandês, o Riksbank também foi designado como um *Lanebank*, o que significava que também trataria de empréstimos, além de facilitar os pagamentos comerciais. Ao emprestar montantes além das suas reservas de metais preciosos, pode-se dizer que ele foi o pioneiro da prática do que seria mais tarde conhecida como reserva fracionária do negócio bancário, explorando o fato de que o dinheiro deixado como depósito poderia ser lucrativamente emprestado aos que pediam empréstimos. E como era altamente improvável que os depositantes viessem *en masse* retirar todo o seu dinheiro, somente uma fracção dele precisava ser mantido na reserva do *Riksbank*, em qualquer momento determinado. Desse modo, os compromissos financeiros, ou riscos, do banco se tornaram seus depósitos (sobre os quais ele pagava juros), mais sua reserva (sobre a qual não podia coletar juros); seu ativo (total de bens) se tornou seus empréstimos (sobre os quais cobraria juros).

A terceira grande inovação do século XVII aconteceu em Londres, com a criação do Banco da Inglaterra, em 1694. Destinado primariamente para socorrer o governo em relação às finanças de guerras (ao converter uma parte da dívida do governo em ações do banco), o banco foi contemplado com nítidos privilégios. A partir de 1709, era o único banco que podia operar sobre uma base de ações (ver Capítulo 3); e, a partir de 1742, ele estabeleceu um monopólio parcial na emissão de notas bancárias, uma forma característica de nota promissória que não carregava juros, destinadas a facilitar o pagamento numa transação de compra e venda, de bens ou de serviços, sem que as duas partes tivessem a necessidade de ter contas-correntes no banco.

Para compreender o poder dessas três inovações, no primeiro ano de um curso de MBA na Harvard Business School, os alunos fazem um jogo financeiro simplificado. Começa com um banco central imaginário pagando US$ 100 a um professor, em nome do governo, para o qual ele fizera uma consultoria não muito lucrativa. O professor leva o dinheiro para um banco imaginariamente operado por um dos seus alunos e ali o deposita, recebendo um recibo de depósito. Presumindo, no interesse da simplicidade, que esse banco opera com um coeficiente de 10% das suas reservas (ou seja, ele quer manter o coeficiente das suas reservas a 10% em relação ao total dos seus riscos), ele deposita US$ 10 no banco central e empresta os outros US$ 90 a um dos seus clientes. Enquanto o cliente decide o que vai fazer com o dinheiro, ele deposita o dinheiro em outro banco. Esse banco também tem uma regra de 10% das reservas,

de modo que deposita US$ 9 no banco central e empresta os US$ 81 remanescentes a um dos seus clientes. Depois de mais outras tantas rodadas, o professor pede aos seus alunos para computar o crescimento no estoque do dinheiro. Isso permite que ele introduza duas das definições essenciais da moderna teoria monetária: M0 (também conhecido como a base monetária, ou dinheiro de alto valor), que é igual ao total de riscos do banco central, ou seja, o dinheiro mais as reservas dos bancos do setor privado depositados no banco central; e o M1 (também conhecido como dinheiro estreito), que é igual ao dinheiro em circulação mais os depósitos à "vista". Na hora em que o dinheiro foi depositado em três diferentes bancos de estudantes, o M0 é igual a US$ 100, mas o M1 é igual a US$ 271 (US$ 100 + US$ 90 + US$ 81), ilustrando concisamente, embora de maneira simplificada, como as reservas fracionais do negócio bancário moderno permitem a criação do crédito e, portanto, do dinheiro.

O professor então surpreende o primeiro aluno e pede os seus US$ 100 de volta. O aluno tem que ir às suas reservas e pedir de volta o empréstimo que fez ao segundo aluno, deslanchando um efeito dominó que faz com que o M1 se contraia tão rapidamente quanto se expandira. Isso ilustra o perigo de uma corrida bancária. Como o primeiro banco tinha apenas um depositante, sua tentativa de retirada constitui uma solicitação dez vezes maior do que as suas reservas. A sobrevivência do primeiro banqueiro depende claramente de ele ser capaz de receber de volta o empréstimo que fez ao seu cliente que, por sua vez, tem que retirar todo o seu depósito do segundo banco, e assim por diante. Quando fazem seus empréstimos, os banqueiros deveriam pensar mais cuidadosamente sobre o quão facilmente os depositantes podem solicitar o dinheiro de volta – essencialmente, uma questão sobre a liquidez do empréstimo.

As definições do meio circulante têm, e isso deve ser reconhecido, uma qualidade, de algum modo, arbitrária. Algumas medições do M1 incluem os cheques de viagem no total. O M2 adiciona as contas de poupança, as contas de depósito do mercado de câmbio e os certificados de depósito. O M3 é ainda mais amplo, incluindo depósitos em eurodólar em mercados *offshore*, acordos de recompra entre bancos e outros intermediários financeiros. Os detalhes técnicos não precisam nos deter nesta altura. O ponto importante para compreender é que a própria natureza do dinheiro evoluiu de uma maneira profundamente significativa, com a expansão em todo o mundo ocidental de: a) as transações intrabancárias sem moeda, ou seja, internas ao próprio banco, e interbancárias, entre bancos diferentes; b) a reserva fracional dos negócios bancários; e c) os monopólios dos bancos centrais na emissão de notas. Nunca mais o dinheiro seria compreendido, como os espanhóis o perceberam no século XVI, como um metal precioso que tem que ser escavado, derretido e cunhado em moedas. Agora o dinheiro representava a soma total de riscos e de compromissos financeiros específicos (depósitos e reservas) em que bancos incorriam. O crédito era, bastante simplesmente, o total de valores e de créditos contra terceiros (empréstimos). Certa parte desse dinheiro pode, de fato, ainda consistir de metais preciosos, embora uma proporção crescente dele tivesse que ser guardada nos cofres do banco central. Mas a maior parte dele seria constituída daquelas notas bancárias

e moedas que existem apenas em extratos de contas ou em recibos de depósitos. A inovação financeira retirou a prata inerte de Potosí e a transformou na base para um moderno sistema monetário, com relacionamentos entre credores e devedores, garantidos ou "intermediados" por instituições progressivamente numerosas chamadas bancos. A função essencial dessas instituições era, então, reunir informação e administrar os riscos. Sua fonte de lucros reside em maximizar a diferença entre os custos da soma total dos seus riscos e os ganhos dos seus ativos sem reduzir as reservas a tal ponto que o banco fique vulnerável a uma corrida – uma crise de confiança na capacidade do banco de satisfazer os depositantes que provoca retiradas progressivas e, em última instância, a falência, a bancarrota: literalmente, a quebra do banco.

Significativamente, mesmo enquanto as técnicas italianas dos negócios bancários estavam sendo aprimoradas nos centros financeiros do norte europeu, um país ficou inesperadamente muito para trás. Amaldiçoada pela abundância de metais preciosos, a poderosa Espanha não conseguiu desenvolver um sistema bancário sofisticado, confiando, em vez disso, nos mercadores de Antuérpia para adiantamentos de dinheiro a curto prazo, contra as entregas futuras de prata. A ideia de que o dinheiro era na verdade crédito, e não metais preciosos, jamais foi compreendida em Madri. De fato, a coroa espanhola acabou não pagando o total, ou parte das suas dívidas, não menos do que quatorze vezes entre 1557 e 1696. Com uma trajetória como essa, toda a prata de Potosí não poderia transformar a Espanha num risco de crédito seguro. No mundo moderno, o poder iria para os banqueiros – *bankers*, e não para os falidos – *bankrupts*.

A Evolução dos Negócios Bancários

Os historiadores financeiros discordam sobre o quanto o crescimento dos negócios bancários no século XVII ajudou a aceleração do crescimento econômico que começou na Inglaterra no final do século XVIII, e depois se espalhou pela Europa ocidental e pelos povoamentos da colonização em larga escala da Europa, na América do Norte e na Austrália.[40] Certamente não há dúvida de que a revolução financeira precedeu a revolução industrial. Na verdade, as descobertas e os avanços decisivos na manufatura de tecidos e na produção de ferro, que foram as pontas de lança da revolução industrial, não precisaram do apoio pesado dos bancos para o seu financiamento.[41] Mas os bancos desempenharam um papel mais importante na industrialização da Europa do que na Inglaterra. De fato, pode ser fútil buscar uma relação causal simplista (instituições financeiras mais sofisticadas provocam o crescimento, ou o crescimento é estimulado pelo desenvolvimento financeiro). Parece perfeitamente plausível que os dois processos foram interdependentes e se fortaleceram mutuamente. Ambos os processos também exibiram um caráter nitidamente evolucionário, com mutações recorrentes (inovação técnica), especializações (a criação de novos tipos de firmas) e equilíbrio acentuado (crises que determinariam quais firmas sobreviveriam e quais desapareceriam).

Nas palavras de Adam Smith: “A operação criteriosa dos negócios bancários, substituindo pelo papel grande parte de... ouro e prata... provê... uma espécie de caminho de vagão através do ar”. Um século depois que ele publicou *A riqueza das nações* (1776), houve uma explosão de inovação financeira que assistiu a uma ampla variedade de diferentes tipos de banco que proliferaram na Europa e na América do Norte. Os tipos estabelecidos há mais tempo eram os bancos que descontavam as notas, que ajudavam as finanças domésticas e o comércio internacional descontando as notas de câmbio emitidas por um comerciante sobre outro. Já na época de Adam Smith, Londres abrigava um número de firmas altamente bem-sucedidas como o Barings, que se especializara em negócios bancários de comércio transatlântico (como essa linha do negócio se tornou conhecida). Por razões regulatórias, os bancos ingleses desse período eram quase todos constituídos através de parcerias privadas, algumas especializadas nos negócios da City, aquela milha quadrada de Londres que durante séculos foi o centro das finanças mercantis, enquanto outros se especializaram nos negócios da elite proprietária de terras. Esses mais tarde foram chamados de “bancos rurais”, cuja ascensão e queda acompanharam a ascensão e queda da agricultura britânica.

Uma decisiva diferença entre a evolução natural e a evolução financeira é o papel do que poderia ser chamado de “*design* inteligente” – embora neste caso os reguladores sejam invariavelmente humanos, e não divinos. Gradualmente, através de um longo processo de tentativa e de erro, o Banco da Inglaterra desenvolveu funções públicas, em troca da reafirmação do seu monopólio sobre a emissão de cédulas em 1826, estabeleceu filiais nas províncias e, aos poucos, dominou o negócio de emissão de notas promissórias dos bancos.[*****] Progressivamente, o Banco da Inglaterra também começou a desempenhar um papel fundamental nas transações interbancárias. Mais e mais, a compensação de somas devidas por um banco a outro passavam através dos escritórios do Banco da Inglaterra, na Threadneedle Street. Em 1833, com o abandono das leis da usura, que limitavam sua taxa de desconto sobre as notas comerciais, ou promissórias, o Banco da Inglaterra foi capaz de explorar totalmente sua vantagem de escala como o maior banco na City. Com o tempo, sua taxa de desconto passou a ser considerada como a mínima taxa de juros de curto prazo no chamado mercado de dinheiro (para crédito de curto prazo, sobretudo através do desconto de notas comerciais, ou promissórias).

A questão que permaneceu não resolvida durante mais de quarenta anos foi qual a relação conveniente que deveria haver entre as reservas do Banco da Inglaterra e sua circulação de papel-moeda. Nos anos 1840, a posição do governador do banco, J. Horsley Palmer, era que a reserva deveria essencialmente ser regulada pelo volume do negócio do desconto, contando que um terço dela consistisse de moedas ou barras de ouro. O primeiro-ministro, *Sir* Robert Peel, não confiava nesse arranjo, pois acreditava que corria o risco de um aumento excessivo na emissão de papel-moeda e de inflação. Em 1844, o Bank Charter Act [Decreto da Carta Patente do Banco] de Peel dividiu o banco em dois: um departamento de negócios bancários, que continuaria administrando o negócio comercial do próprio banco, e um departamento de

emissão, contemplado com 14 milhões de libras em títulos e ações, e um montante não especificado de moedas e de barras de ouro, que flutuaria de acordo com a balança comercial entre a Grã-Bretanha e o resto do mundo. A emissão da chamada nota fiduciária não poderia exceder a soma dos títulos e do ouro. Entretanto, crises repetidas (em 1847, 1857 e 1866) deixaram claro que essa tinha sido uma camisa de força excessiva; em cada caso, o Bank Charter Act teve que ser temporariamente suspenso para evitar o completo colapso da liquidez.[******] Foi somente depois da última dessas crises, que assistiu a uma corrida espetacular que provocou a quebra do banco de Overend Gurney, que o editor da revista *The Economist*, Walter Bagehot, reformulou o próprio papel do Banco da Inglaterra diante de uma crise, como o "emprestador de última instância", para emprestar livremente, embora com juros de mora, para combater as crises de liquidez.[42]

O problema monetário vitoriano não foi totalmente resolvido por Bagehot, devemos enfatizar. Ele não foi mais capaz do que outros proeminentes teóricos econômicos do século XIX, para desafiar o princípio sagrado, estabelecido na época de *Sir* Isaac Newton como mestre da Casa da Moeda (Master of the Mint): o de que uma libra esterlina deveria ser convertida por uma quantia fixa e imutável de ouro, de acordo com uma taxa de 3 libras, 17 xelins e 10 $^{1}/_{2}$ pênis por onça de ouro. Quando se lê a discussão contemporânea em torno do padrão ouro, pode-se avaliar que os vitorianos estavam tão escravizados pelos metais preciosos quanto os conquistadores espanhóis, três séculos antes. "Somente os metais preciosos são dinheiro", declarou um dos magnatas da City, o barão Overstone. "As notas de papel são dinheiro porque são representações do dinheiro metálico. Se não for assim, elas são pretendentes falsas e espúrias. Um depositante pode conseguir metais preciosos, mas nem todos podem, consequentemente, depósitos não são dinheiro".[43] Se tivessem aderido a esse princípio, e se o suprimento de dinheiro da economia britânica tivesse genuinamente dependido da quantidade de moedas e barras de ouro da reserva do Banco da Inglaterra, o crescimento da economia do Reino Unido teria sido completamente estrangulado, mesmo considerando os efeitos expansionistas das novas descobertas de ouro no século XIX. A emissão de papel-moeda do Banco da Inglaterra era tão restrita que, de fato, sua reserva de ouro ultrapassou o valor do dinheiro em circulação, de meados dos anos 1890 até a I Guerra Mundial. Foi somente a proliferação de novos tipos de banco, e particularmente dos que aceitavam depósitos, que tornou a expansão monetária possível. Depois de 1858, as restrições dos negócios bancários com estoques conjuntos de ações foram levantadas, pavimentando o caminho para a emergência de uns poucos grandes bancos comerciais: o London & Westminster (fundado em 1833), o National Provincial (1834), o Birmingham & Midland (1836), o Lloyds (1884) e o Barclays (1896). Os bancos de investimento industrial, do tipo que surgiu na Bélgica (Société Générale), França (o Crédit Mobilier) e Alemanha (o Darmstäder Bank), floresceram menos na Inglaterra depois do fracasso do Overend Gurney. A necessidade crítica não era, de fato, que os bancos comprassem grandes blocos de ações em empresas industriais; era que as instituições atraíssem poupadores dispostos a entregar seus

depósitos, para criar uma base nova em expansão para novos empréstimos bancários do outro lado das folhas dos balanços patrimoniais.

Nesse processo, um papel especialmente importante foi desempenhado pelos novos bancos de poupança que proliferaram na virada do século. Em 1913, os depósitos nos bancos britânicos de poupança somavam £ 256 milhões, aproximadamente um quarto de todos os depósitos no Reino Unido. O ativo dos bancos alemães de poupança era mais de duas vezes e meia maior do que o daqueles "grandes bancos" mais conhecidos, como o Darmstädter, o Deutsche, o Dresdner, e o Disconto-Gesellschaft. Tudo contado e somado, na véspera da I Guerra Mundial, os depósitos dos residentes do país nos bancos britânicos totalizava quase £ 1,2 bilhão, comparado com um total de apenas £ 45,5 milhões em moeda circulante. O dinheiro estava, então, primariamente dentro dos bancos, fora da vista, mesmo que nunca longe da mente.

Embora existisse variação, as economias mais avançadas seguiram, em essência, a liderança britânica quando chegou a hora da regulamentação, através de um banco central monopolista que controlava o padrão ouro, e da concentração dos depósitos bancários em poucas instituições relativamente grandes. O Banco da França foi instituído em 1800, o Reichsbank da Alemanha em 1857, o Banco do Japão em 1882, e o Swiss National Bank em 1907. Na Grã-Bretanha, como no continente europeu, houve tendências acentuadas quanto à concentração bancária, exemplificada pelo declínio no número de bancos rurais, de um total de 755 em 1809, para dezessete, em 1913.

A evolução das finanças foi bastante diferente nos Estados Unidos. Ali, a aversão dos legisladores à ideia de financistas superpoderosos abortou duas vezes um embrionário banco central (o primeiro, e depois um segundo Banco dos Estados Unidos), e por causa disso a legislação para criar o Federal Reserve Bank só passou em 1913. Até aquele ano, os Estados Unidos estavam basicamente engajados num experimento natural com os negócios bancários totalmente livres. Em 1864, o National Bank Act [Lei do Banco Nacional] tinha reduzido de modo significativo as barreiras para a instituição de um banco controlado privadamente, e, pelos padrões europeus, as exigências de capital eram baixas. Ao mesmo tempo, havia obstáculos para estabelecer bancos em estados diferentes. O efeito combinado dessas regras foi um surto no número de bancos nacionais e estaduais durante o final do século XIX e o começo do século XX, de menos de 12.000, em 1899, para mais de 30.000, no pico em 1922. Grandes números de bancos subcapitalizados foram uma receita para a instabilidade financeira, e os pânicos foram uma característica regular na vida econômica americana – mais espetacularmente na Grande Depressão, quando uma crise bancária importante foi mais exacerbada do que mitigada por uma autoridade monetária que operava havia pouco mais de quinze anos. Em 1933, a introdução do seguro dos depósitos muito colaborou para reduzir a vulnerabilidade dos bancos americanos àquelas corridas, sempre fatais. Entretanto, o setor bancário permaneceu muito fragmentado até 1976, quando o Maine se tornou o primeiro estado a legalizar os negócios bancários interestaduais. Mas foi somente em 1993, depois da

crise dos Savings and Loans (bancos de poupança, ver Capítulo 5), que o número de bancos nacionais caiu abaixo de 3.600 pela primeira vez, em quase um século.

Em 1924, John Maynard Keynes descartou, em episódio que ficou célebre, o padrão ouro como uma “relíquia bárbara”. Mas a libertação do dinheiro criado pelos bancos de sua base de metal precioso aconteceu lentamente. Sem dúvida, o padrão ouro tinha suas vantagens. A estabilidade da taxa de câmbio definia o apreçamento assertivo no comércio e reduzia os custos das transações, ao mesmo tempo em que a estabilidade de longo prazo dos preços agia como uma âncora para as expectativas da inflação. Manter o padrão ouro pode também ter reduzido o custo dos empréstimos, ao forçar os governos a seguirem políticas fiscais e monetárias prudentes. A dificuldade em formatar as moedas a um único padrão baseado numa *commodity* ou, de fato, numa outra, é que forçou os definidores das políticas a, então, escolher entre os movimentos livres do capital e uma política monetária nacional independente. Eles não podem ter os dois. Uma moeda “congelada”, amarrada pelo ouro, por exemplo, pode significar maior volatilidade nas taxas de juros de curto prazo, enquanto o banco central busca manter o preço do seu dinheiro inalterado. Pode significar deflação, se o suprimento da moeda “congelada” for restringido (quando o suprimento de ouro era relativo à demanda, nos anos 1870 e 1880). E pode transmitir crises financeiras (como aconteceu durante o período de restauração do padrão ouro depois de 1929). Em contraste, um sistema de dinheiro baseado primariamente sobre os depósitos bancários e sobre os índices de câmbio flutuante fica livre dessas restrições. O padrão ouro agonizou durante longo tempo, mas houve umas poucas carpideiras quando o último vestígio significativo dele foi removido no dia 15 de agosto de 1971, o dia em que o presidente Richard Nixon fechou a chamada “janela” dourada através da qual, sob determinadas circunstâncias restritas, os dólares ainda podiam ser trocados por ouro. Daquele dia em diante, o elo secular entre o dinheiro e o metal precioso foi quebrado.

Nação Falida

A cidade de Memphis, no Tennessee, é famosa pelos sapatos de camurça azul, pelos churrascos e pelas falências. Se quiser compreender como os banqueiros de hoje – os sucessores dos Medici – lidam com o problema do risco do crédito, criado por tomadores de empréstimos irresponsáveis ou faltosos, Memphis é certamente o lugar para tanto.

Na média, existem entre um e dois milhões de casos de falências a cada ano nos Estados Unidos, quase todas elas envolvendo indivíduos que escolhem quebrar em vez de enfrentar obrigações inadministráveis. Uma proporção assombrosamente grande delas acontece no Tennessee. A coisa extraordinária é o quão relativamente indolor parece ser esse processo – comparado com o que acontecia na Veneza do século XVI ou, para o que interessa, em algumas partes de Glasgow, ainda nos dias de hoje. A maioria dos que pedem empréstimos e dos que tiveram dificuldades em Memphis pode escapar, ou pelo menos reduzir suas dívidas,

livres de estigmas e fisicamente incólumes. Um dos grandes enigmas é que a economia capitalista mais bem--sucedida do mundo parece ser construída sobre um fundamento de fácil fracasso financeiro.

Quando visitei Memphis pela primeira vez no começo do verão de 2007, fiquei fascinado pela ubiquidade e proximidade tanto do crédito fácil quanto da falência fácil. Tudo de que precisei foi caminhar por uma rua típica, perto do centro da cidade. Primeiro, havia os *shopping centers* e as espeluncas de *fast-food*, que são os lugares onde os nativos gastam a maior parte do seu dinheiro. Logo ao lado, havia um "conselheiro de imposto", pronto para ajudar aqueles com pouco dinheiro a exigir seus créditos de imposto por conta dos seus baixos rendimentos. Vi uma loja oferecendo empréstimos contra a garantia de carros e, bem ao lado, uma empresa de segunda hipoteca, e também uma loja de desconto de cheques oferecendo vantagens sobre envelopes de pagamento (a juros de 200%), para não mencionar uma casa de penhores do tamanho de uma loja de departamento. Convenientemente localizada para aqueles que já empenharam todos os seus bens, havia um Rent-A-Center, oferecendo móveis baratos e aparelhos de televisão para alugar. E ao lado do quê? Do Plasma Center, que oferecia US$ 55 para doadores de sangue. A Memphis moderna dá um significado todo novo à expressão "sangrar a seco". Um quartilho de sangue, ou 56,825 centilitros, pode não ser tão difícil de dar quanto uma libra de carne, mas a ideia geral parece desconcertantemente similar.

Ainda assim, as consequências do não pagamento de um empréstimo em Memphis são muito menos graves do que o risco de morrer que Antonio passou em Veneza. Depois do Plasma Center, minha parada seguinte foi no escritório de George Stevenson, um dos advogados que ganham a vida assistindo e aconselhando falidos na United States Bankruptcy Court Western District of Tennessee [Corte de Falências dos Estados Unidos, Distrito Ocidental do Tennessee]. Na época da minha viagem ao Tennessee, o número anual de declarações de falência estava por volta de 10.000, somente na área de Memphis, de modo que não fiquei surpreso de encontrar a Corte de Falências repleta de gente. O sistema parecia funcionar muito tranquilamente. Um a um, os indivíduos e os casais que acabaram insolventes sentam com um advogado que negocia a seu favor com os seus credores. Existe até mesmo um trâmite mais rápido para falências imediatas – embora na média somente três de cada cinco falências sejam descartadas (significando que o devedor chegou a um acordo com os seus credores).

A capacidade de escapar de dívidas insustentáveis e de começar tudo de novo é uma das singularidades características do capitalismo americano. No começo dos anos 1880, não havia prisões para devedores nos Estados Unidos, numa época em que os devedores ingleses podiam acabar mofando e definhando numa cadeia durante anos. Desde 1898, é um direito constitucional de todo americano o de evocar o Capítulo VII (declarar falência) ou o XIIII (reorganização pessoal voluntária). Tanto ricos quanto pobres, os indivíduos nos Estados Unidos parecem considerar a falência como um "direito inalienável", quase a par com "a vida, a liberdade e a busca da felicidade". A teoria é que a lei americana existe para encorajar

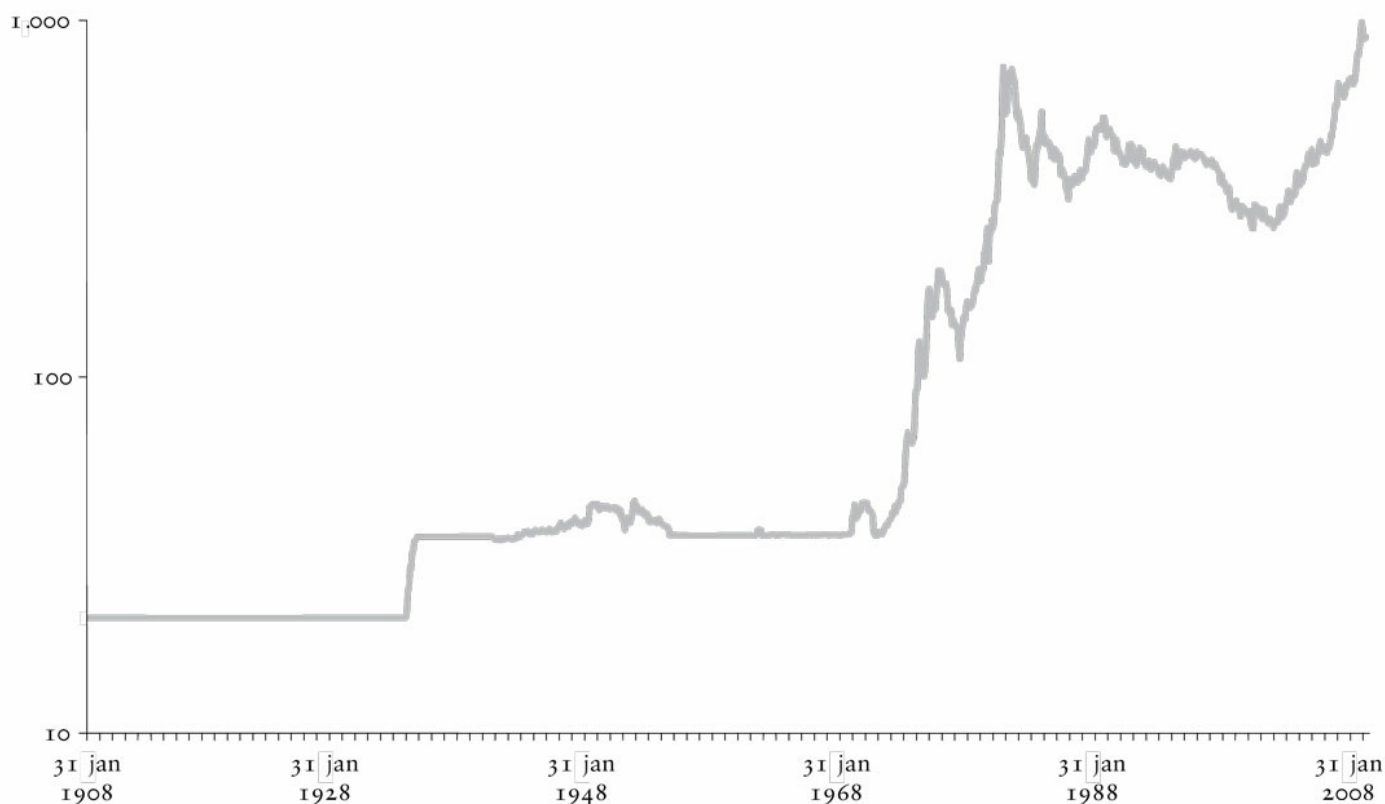
o empreendedorismo, para facilitar a criação de novos negócios. E isso significa dar um tempo às pessoas quando seus planos fracassam, mesmo numa segunda vez, e desse modo permitir que os que nasceram para se arriscar aprendam através de tentativas e de erros, até que finalmente aprendam como ganhar aquele primeiro milhão. Afinal de contas, o falido de hoje pode muito bem ser o empresário de sucesso de amanhã.

À primeira vista, a teoria parece funcionar. Muitos dos mais bem-sucedidos homens de negócios da América fracassaram nas suas primeiras empreitadas, incluindo o rei do *ketchup*, John Henry Heinz, o supremo empresário do circo, Phineas Barnum, e o magnata do automóvel, Henry Ford. Todos esses homens acabaram ficando imensamente ricos, muito pelo fato de lhes ter sido dada a chance de tentar, fracassar e de começar novamente. Ainda assim, numa análise mais acurada, o que acontece no Tennessee é bastante diferente. Os indivíduos na Corte de Falências de Memphis não são empresários que tentaram e fracassaram. São apenas pessoas comuns que não podem pagar suas contas – frequentemente as grandes contas médicas que os americanos de repente precisam enfrentar se não tiverem a cobertura de um seguro privado de saúde. A falência talvez tenha sido pensada e estruturada para ajudar empresários e os seus negócios; mas, nos nossos dias, 98% dos pedidos de falência são classificados como não comerciais. O principal motor da falência acaba sendo, não o empreendedorismo, mas a insolvência. Em 2007, a dívida do consumidor nos Estados Unidos atingiu um recorde de US$ 2,5 trilhões. Em 1959, essa dívida do consumidor era equivalente a 16% da renda pessoal disponível. Agora é 24%.[*******] Atualmente, um dos desafios para qualquer historiador financeiro é compreender as causas dessa explosão de insolvência doméstica e calcular as suas prováveis consequências se, como parece inevitável, existir um aumento do índice de falências em estados como o Tennessee.

Antes que possamos responder apropriadamente a essas questões, precisamos introduzir outros componentes fundamentais do sistema financeiro: o mercado de títulos, o mercado de ações (bolsa de valores), o mercado de seguros, o mercado imobiliário e a extraordinária globalização de todos esses mercados que aconteceu nos últimos vinte anos. A causa original, entretanto, deve repousar na evolução do dinheiro e dos bancos, que têm os riscos como seus componentes-chave. A realidade inescapável parece ser que quebrar o elo entre a criação do dinheiro e sua âncora metálica levou a uma expansão monetária sem precedente – e, com ela, a um *boom* do crédito como o mundo jamais havia visto. Medindo a liquidez como o índice[********], ou coeficiente, do dinheiro irrestrito em relação à produção nos últimos cem anos, fica muito claro que a tendência, desde os anos 1970, tem sido para aquele índice crescer – no caso do dinheiro irrestrito das economias desenvolvidas mais importantes, de cerca de 70% antes do fechamento da janela do ouro, para mais de 100% em 2005.[44] Na zona do euro, o crescimento tem sido especialmente exorbitante, de pouco mais de 60%, ainda nos anos 1990, para pouco menos de 90% nos nossos dias. Ao mesmo tempo, a adequação do capital dos bancos no mundo desenvolvido tem declinado lenta, mas constantemente. Na Europa, o capital bancário agora é equivalente a menos de 10% dos ativos, comparado com

cerca de 25% no começo do século XX.[45] Em outras palavras, os bancos não apenas estão recebendo mais depósitos; eles estão emprestando uma proporção maior deles e minimizando seu capital básico. Atualmente, os ativos dos bancos (isto é, empréstimos), nas economias mais importantes do mundo, são equivalentes a cerca de 150% do PIB combinado desses países.[46] De acordo com o Bank for International Settlement/BIS, em dezembro de 2006, o total dos ativos dos negócios bancários internacionais era equivalente a cerca de US$ 29 trilhões, em torno de 63% do PIB do mundo.[47]

Causa qualquer surpresa, então, que o dinheiro tenha deixado de manter seu valor da maneira que aconteceu na era do padrão ouro? A nota de dólar dos dias modernos adquiriu seu atual *design* em 1957. Desde então, seu poder de compra, relativo ao índice de preço do consumidor, declinou assombrosos 87%. A inflação anual média naquele período tem sido acima de 4%, duas vezes a taxa que a Europa vivenciou durante a chamada revolução de preços deslanchada pela prata de Potosí. Um homem que tivesse trocado seus US$ 1.000 de poupança por ouro em 1970, enquanto a janela do ouro ainda estava aberta, teria recebido pouco mais de 26,6 onças do precioso metal. Na época em que escrevo, com o comércio do ouro no fechamento a US$ 1.000 a onça, ele teria podido vender seu ouro por US$ 26.596.

Preço do fechamento do ouro, Nova York (US$ por onça, escala da caderneta), 1908-2008

Um mundo sem dinheiro seria pior, muito pior do que o nosso mundo atual. É errado pensar (como o Antonio, de Shakespeare, em *O mercador de Veneza*) em todos os emprestadores de dinheiro como meros sanguessugas, chupando o sangue dos devedores desafortunados. Os

agiotas podem se comportar dessa maneira, mas os bancos evoluíram desde os dias dos Medici precisamente para (como sucintamente deixou claro o III *Lord* Rothschild) para “facilitar o movimento do dinheiro do ponto A, onde ele se encontra, para o ponto B, onde ele é necessário”.[48] O crédito e o débito, em resumo, estão entre os blocos essenciais da construção do desenvolvimento econômico, tão vitais para a riqueza das nações quanto a mineração, a indústria, ou a telefonia móvel. A pobreza, em contraste, raras vezes é atribuída diretamente aos esgares de financistas predatórios. Frequentemente tem mais a ver com a falta de instituições financeiras, com a ausência de bancos, não com a sua presença. Foi somente quando as pessoas que precisavam pedir empréstimos, em lugares como o East End de Glasgow, tiveram acesso a redes eficientes de crédito que elas puderam escapar das garras dos agiotas; foi somente quando poupadores puderam colocar seu dinheiro em bancos confiáveis, que ele pôde ser canalizado do ocioso para o industrioso e produtivo.

A evolução dos negócios bancários foi, assim, o primeiro passo essencial na ascensão do dinheiro. As crises financeiras que começaram em agosto de 2007 tiveram relativamente pouco a ver com os empréstimos bancários tradicionais ou, de fato, com falências, que (por causa de uma mudança legal) realmente declinaram em 2007. Sua causa primordial foi a ascensão e a queda do “empréstimo securitizado”, que permitiu que os bancos originassem os empréstimos, mas depois os reempacotassem para vendê-los no mercado. E isso só foi possível porque a ascensão dos bancos foi seguida pela ascensão do segundo grande pilar do moderno sistema financeiro: o mercado de títulos.

---

* Os conquistadores vieram em busca de ouro e prata. O primeiro povoamento de Colombo, La Isabela, em Hispaniola (hoje a República Dominicana), foi estabelecido para explorar depósitos locais de ouro. Ele também acreditou que tinha descoberto prata, mas os únicos traços que subsequentemente apareceram estavam nas amostras de minérios que Colombo e seus homens levaram da Espanha.

** Por causa do casamento de Fernando com Isabel em 1474, até o século XVIII, o país que chamamos de Espanha era tecnicamente a união de dois reinos: Aragão e Castela.

*** A sequência Fibonacci aparece no livro *O Código Da Vinci*, e no filme, o que provavelmente explica por que a maioria das pessoas ouviu falar dela. Entretanto, a sequência apareceu pela primeira vez sob o nome de *matrameru* (montanha de cadência), na obra do erudito sânscrito Pingala.

**** O termo era usado para livros que registravam rendas e lucros, e também acordos ou contratos específicos. Os outros livros mantidos pelos Medici eram o *libro di entrata e uscita* (livro de entradas e saídas) e o *libro dei debitori e creditori* (livro dos devedores e credores).

***** Tecnicamente, o monopólio se aplicava somente dentro de um raio de distância de cerca de 105 quilômetros de Londres e, como no século XVIII, os bancos privados não estavam proibidos de emitir notas.

****** A iliquidez é quando uma firma não consegue vender ativo suficiente para enfrentar seus compromissos financeiros. Ela pode ter o montante correto de bens, mas eles não são comerciáveis, porque existem poucos compradores potenciais. A insolvência é quando o valor dos compromissos financeiros claramente excede o valor do ativo. A distinção é mais difícil de definir do que algumas vezes se supõe. A firma numa crise de liquidez pode ser capaz de vender seu ativo, mas somente a preços tão baixos que provoca a insolvência.

******* No mesmo período, a dívida hipotecária subiu de 54% da renda pessoal disponível para 140%.

******** Um índice, ou coeficiente conhecido como *Marshallian k*, em homenagem ao economista Alfred Marshall.

Estritamente falando k é o índice da base monetária para o PIB nominal.

2
Servidão Humana

No começo dos primeiros cem dias de Bill Clinton como presidente, James Carville, chefe de sua campanha, fez uma observação que desde então ficou famosa. “Eu costumava achar que, se existisse a reencarnação, eu queria voltar como presidente, ou papa, ou como um batedor de basebol de 400 jardas”, ele disse ao *Wall Street Journal*. “Mas agora eu quero voltar como o mercado de títulos. Porque você pode intimidar todo mundo.” Para sua surpresa, os preços dos títulos subiram na onda da eleição de novembro anterior, um movimento que realmente precedeu um discurso do presidente, no qual ele se comprometeu a reduzir o *deficit* federal. “Aquele mercado de investimento, aquela gente é dura e inflexível”, observou o secretário do Tesouro, Lloyd Bentsen. “Esse é um esforço digno de crédito [do presidente]? A administração vai insistir, forçando a barra? O mercado julgou que sim.” Se os preços dos títulos continuarem se fortalecendo, disse o Presidente do Federal Reserve, Alan Greenspan, será “de longe o estímulo [econômico] mais poderoso que posso imaginar”.[1] O que pode ter levado altos servidores públicos a falarem com tal reverência, até mesmo temor respeitoso, sobre um mero mercado para a compra e venda de títulos do governo?

Depois da criação do crédito pelos bancos, o nascimento dos títulos foi a segunda grande revolução na ascensão do dinheiro. Os governos (e as grandes corporações) emitem títulos como uma maneira de tomar emprestado dinheiro de um espectro mais amplo de pessoas e de instituições do que apenas de bancos. Pegue o exemplo dos títulos de dez anos do governo japonês, com um valor de face de ¥ 100.000 e uma taxa fixa de juros, ou um “cupom” de 1,5% – uma pequenina parte da vasta montanha de ¥ 838 trilhões da dívida pública que o Japão acumulou, a maior parte nos anos 1980. Os títulos incorporam uma promessa do governo japonês de pagar 1,5% de ¥ 100.000 a cada ano, pelos dez anos subsequentes a quem quer que os possua. O comprador inicial do título tem o direito de vendê-lo para quem quiser, a qualquer preço que o mercado definir. Na época do lançamento, aquele preço estava por volta

de ¥ 102.333. Por quê? Porque o todo-poderoso mercado de títulos assim o determinou.

Títulos de dez anos do governo japonês, completo com cupons

De começos modestos nas cidades-estado do norte da Itália, cerca de oitocentos anos atrás, o mercado para títulos cresceu vasta e amplamente. Atualmente, o valor total dos títulos negociados internacionalmente é de cerca de US$ 18 trilhões. O valor dos títulos negociados domesticamente (como os títulos japoneses pertencentes a investidores japoneses) é de assombrosos US$ 50 trilhões. Quer queiramos ou não, todos nós (e a maioria de nós sequer tem noção da sua existência) somos afetados pelo mercado de títulos, de duas maneiras importantes. Em primeiro lugar, uma grande parte do dinheiro que colocamos de lado para a nossa velhice acaba sendo investida no mercado de títulos. Em segundo lugar, por causa do seu tamanho imenso, e porque os grandes governos são considerados como os mais confiáveis tomadores de empréstimos, é o mercado de títulos que estabelece as taxas de juros de longo prazo para a economia como um todo. Quando os preços dos títulos caem, as taxas de juros pairam nos ares, com consequências dolorosas para todos que fizeram empréstimos. E funciona da seguinte maneira. Alguém tem ¥ 100.000 que deseja economizar. Comprar um título de ¥ 100.000 mantém o capital seguro, além de prover pagamentos regulares ao poupador. Para ser preciso, o título paga uma taxa fixa, ou “cupom”, de 1,5%; ¥ 1.500 em um ano, no caso de um título de ¥ 100.000. Mas a taxa de juros do mercado, ou rendimento corrente, é calculada pela divisão do cupom pelo preço do mercado, que é correntemente ¥

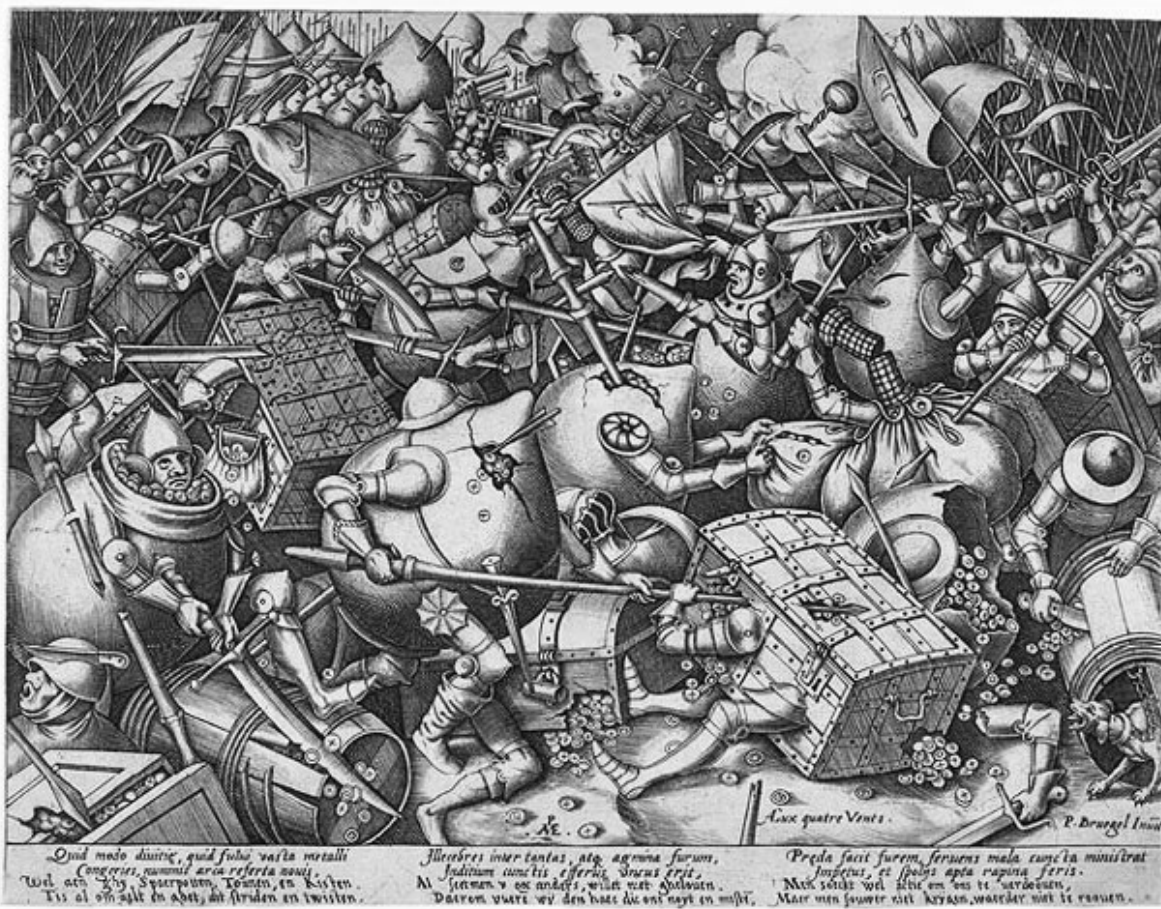
102.333: ¥ 1.500 dividido por 102.333 = 1,47%.* Agora imagine um cenário no qual o mercado de títulos se assustou com o tamanho da dívida do governo japonês. Supostos investidores começam a se preocupar que o Japão não será capaz de fazer frente aos pagamentos anuais com os quais se comprometeu. Ou suponha que eles comecem a se preocupar com a saúde da moeda japonesa, o iene, pela qual os títulos são denominados, e nas quais os juros são pagos. Nessas circunstâncias, o preço do título despenca enquanto investidores nervosos liquidam seus títulos. Compradores somente seriam encontrados a um preço baixo o bastante para compensar o risco crescente do não pagamento do governo japonês, ou da depreciação da moeda japonesa. Vamos imaginar que o preço do título tenha caído para ¥ 80.000. Então o rendimento seria de 1.500 dividido por 80.000 = 1,88%. Numa tacada, as taxas de juros de longo prazo para a economia japonesa como um todo teriam subido acima de dois quintos, de 1,47% para 1,88%. As pessoas que tivessem investido em títulos para a sua aposentadoria, antes da mexida do mercado, estariam 22% piores, porque seu capital teria declinado tanto quanto o preço do título. E as pessoas que tivessem desejado fazer uma hipoteca depois da mexida do mercado teriam de pagar pelo menos 0,41% a mais por ano – no linguajar do mercado, 41 pontos de base. Nas palavras de Bill Gross, que administra o maior fundo de títulos do mundo, na Pacific Investment Management Company – PIMCO, “os mercados de títulos têm poder porque eles são a base fundamental para todos os mercados. O custo do crédito, a taxa de juros [num título de referência], em última análise determina o valor das ações, das casas, de todas as classes de ativos”.

Do ponto de vista de um político, o mercado de títulos é poderoso em parte porque ele expressa um julgamento diário sobre a credibilidade da política fiscal e monetária de todo governo. Mas seu poder real reside na capacidade de punir um governo, com custos mais elevados para os empréstimos de que ele necessita. Mesmo um movimento para cima de meio por cento pode ferir um governo que está administrando um *deficit*, pois acrescenta um serviço maior para a dívida às suas despesas já elevadas. E, como em todos os relacionamentos financeiros, existe um efeito de retroalimentação. Os pagamentos de juros mais elevados fazem o *deficit* ainda maior. O mercado de títulos levanta suas sobrancelhas ainda mais para o alto. Os títulos são negociados novamente. As taxas de juros sobem novamente. E assim por diante. Mais cedo ou mais tarde, o governo enfrenta três duras alternativas. Será que deve não pagar uma parte da sua dívida, comprovando os piores medos do mercado de títulos? Ou, para ressegurar o mercado de títulos, deverá cortar despesas em alguma outra área, aborrecendo eleitores ou o capital investido? Ou deve tentar reduzir o *deficit* elevando os impostos? O mercado de títulos começa facilitando os empréstimos para o governo. Numa crise, entretanto, pode acabar ditando a política do governo.

Então, como esse “Mr. Bond” – Senhor Título – se tornou tão mais poderoso do que o Mr. Bond criado por Ian Fleming? Por que, de fato, ambos têm licença para matar?

Montanhas de Dívida

O antigo filósofo grego Heráclito declarou que “a guerra é o pai de todas as coisas”. Certamente foi o pai do mercado de títulos. Na extraordinária gravura de Pieter van der Heyden, *A batalha pelo dinheiro*, cofrinhos de poupança em forma de porco, sacos de dinheiro, barris de moedas e arcas de tesouro – a maioria deles armados pesadamente com espadas, facas e lanças – atacam uns aos outros num caótico vale-tudo. Os versos holandeses na parte de baixo da gravura dizem: “É tudo por causa do dinheiro e dos bens, essa luta e essa discórdia”. Mas o que a inscrição poderia igualmente dizer é: “Essa luta somente é possível se você conseguir levantar o dinheiro para pagá-la”. A capacidade de financiar a guerra através de um mercado para a dívida do governo foi, como tudo mais na história financeira, uma invenção do Renascimento italiano.

Durante a maior parte dos séculos XIV e XV, as cidades-estado medievais da Toscana – Florença, Pisa e Siena – fizeram guerras entre si e com outras cidades italianas. E essas foram guerras travadas tanto pelo dinheiro quanto pelos homens. Em vez de exigir que seus próprios cidadãos fizessem o trabalho sujo de lutar, cada cidade contratava empreiteiros militares (*condottieri*) que organizavam exércitos para anexar as terras e saquear os tesouros dos seus rivais. Entre os *condottieri* dos anos 1360 e 1370, um deles se distinguiu muito acima dos outros. Sua figura imponente ainda pode ser vista nas paredes do Duomo de Florença – uma pintura originalmente encomendada por uma grata população florentina, como um tributo à sua “incomparável liderança”. Por mais improvável que possa parecer, esse mestre mercenário era um garoto de Essex, nascido e criado em Sible Hedingham. *Sir* John Hawkwood travou guerras em seu nome tão habilmente, que os italianos passaram a chamá-lo de Giovanni Acuto – João, o Afiado. O Castello di Montecchio fora de Florença foi uma das muitas parcelas de bens imobiliários que os florentinos lhe deram como recompensa pelos seus serviços. Ainda assim, Hawkwood foi um mercenário, que estava disposto a lutar por qualquer um que o pagasse, incluindo Milão, Pádua, Pisa ou o papa. Afrescos deslumbrantes no Palazzo Vecchio de Florença mostram os exércitos de Pisa e de Florença se enfrentando em 1364, numa ocasião em que Hawkwood estava lutando por Pisa. Quinze anos mais tarde, entretanto, ele tinha trocado de lado para servir Florença, e passou o resto da sua carreira militar na folha de pagamento daquela cidade. Por quê? Porque Florença era onde o dinheiro estava.

A batalha pelo dinheiro, de Pieter van der Heyden, à maneira de Pieter Bruegel, o Velho, depois de 1570. Na inscrição holandesa se lê: "É tudo por causa do dinheiro e dos bens, essa luta e essa discussão".

O custo da guerra incessante tinha mergulhado as cidades-estado da Itália numa crise. As despesas, mesmo em tempos de paz, estavam custando o dobro da receita dos impostos. Para pagar tipos como Hawkwood, Florença estava afundando em *deficits*. Ainda se pode ver nos registros dos Arquivos Estatais da Toscana como o fardo da dívida da cidade centuplicou, de 50.000 florins no começo do século XIV para 5 milhões em 1427.[2] Era literalmente uma montanha de dívida – de onde veio o seu nome: o *monte commune*, ou montanha de dívida comunitária.[3] No começo do século XV, o dinheiro emprestado somava quase 70% da receita da cidade. A "montanha" era equivalente a mais da metade da produção anual da economia de Florença.

De quem os florentinos teriam tomado emprestada uma soma tão imensa? A resposta é simples, deles mesmos. Em vez de pagar um imposto de propriedade, os cidadãos ricos eram efetivamente obrigados a emprestar dinheiro para o governo da sua própria cidade. Em troca desses empréstimos forçados (*prestanze*), eles recebiam juros. Tecnicamente, isso não era usura (que, como já vimos, tinha sido banida pela Igreja), pois os empréstimos eram obrigatórios; consequentemente, o pagamento dos juros podia ser reconciliado com a lei canônica como compensação (*damnum emergens*) para os custos reais ou putativos que emergissem do investimento compulsório. Como Hostiensis (ou Henrique) de Susa deixou claro por volta de 1270:

> Se algum mercador, que está acostumado a lidar com a troca e o comércio de feiras, e dos quais lucra, tem, por caridade comigo, que precisa muitíssimo, emprestar dinheiro com o qual ele poderia estar fazendo negócios, eu permaneço obrigado em relação ao seu *interesse* [observe esse uso antigo do termo "juro"]... [4]

Uma característica crucial do sistema florentino era que tais empréstimos podiam ser vendidos a outros cidadãos, caso o investidor precisasse de dinheiro imediato; em outras palavras, eles eram ativos relativamente líquidos, muito embora nessa época os títulos não fossem mais do que umas poucas linhas escritas num documento de couro.

Com efeito, então, Florença transformava seus cidadãos em seus maiores investidores. No começo do século XIV, dois terços das famílias florentinas tinham contribuído dessa maneira para financiar a dívida pública, embora a parte principal das subscrições fosse realizada por uns poucos milhares de indivíduos ricos.[5] Os registros referentes aos Medici no "Ruolo delle prestanze" testemunha não apenas a escala da sua riqueza nessa época, mas também a extensão das suas contribuições aos cofres da cidade-estado. Uma razão pela qual o sistema funcionava tão bem foi que eles, e as outras poucas famílias ricas, também controlavam o governo da cidade e, desse modo, as suas finanças. Essa estrutura de poder oligárquico deu um sólido fundamento político ao mercado de títulos. Diferente de uma monarquia hereditária que não precisa prestar contas, que pode arbitrariamente renegar suas promessas de pagar aos seus credores, as pessoas que emitiam os títulos em Florença eram, em grande parte, as mesmas pessoas que os compravam. Assim, não surpreende que elas tivessem um forte interesse em zelar para que seus juros fossem pagos.

Contudo, havia um limite no número de guerras improdutivas que podiam ser travadas dessa maneira. Quanto maior ficavam as dívidas das cidades italianas, mais títulos elas tinham que emitir; e quanto mais títulos elas emitiam, maior era o risco de que poderiam não honrar os seus compromissos. Na verdade, Veneza havia desenvolvido um sistema de dívida pública ainda antes de Florença, no final do século XII. O *monte vecchio* (Velha Montanha), como sua dívida consolidada era conhecida, desempenhou um papel importante no financiamento das guerras do século XIV, de Veneza com Gênova e outras rivais. Uma nova montanha de dívida surgiu depois da demorada guerra com os turcos, que campeou entre 1463 e 1479: o *monte nuovo*.[6] Os investidores receberam juros anuais de 5%, pagos duas vezes ao ano, dos vários impostos sobre o consumo (que eram cobrados sobre artigos de consumo como o sal). Como a *prestanze* florentina, os *prestiti* venezianos eram empréstimos forçados, mas com um mercado secundário que permitia que os investidores vendessem seus títulos a outros investidores por dinheiro vivo.[7] No final do século XV, entretanto, uma série de derrotas militares venezianas enfraqueceu fortemente o mercado para os *prestiti*. Tendo permanecido a 80 (20% abaixo do seu valor de face) em 1497, os títulos do *monte nuovo* veneziano estavam valendo apenas 52 em 1500, se recuperaram para 75 no final de 1502 e depois afundaram de 102 para 40 em 1509. No seu ponto mais baixo nos anos 1509 a 1529, o *monte vecchio* era vendido a apenas

3, e o *monte nuovo* a 10.[8]

Bem, se comprar um título do governo quando o país está em guerra, você está obviamente correndo um risco, o risco de que o estado em questão pode não pagar os seus juros. Por outro lado, lembre que os juros são pagos sobre o *valor de face* do título, então, se puder comprar um título de 5% a 10% do seu valor de face, poderá ganhar um belo rendimento de 50%. Em essência, você espera um retorno proporcional ao risco que está disposto a correr. Ao mesmo tempo, como já vimos, é o mercado de títulos que define as taxas de juros para a economia como um todo. Se o estado tiver que pagar 50%, é provável que até mesmo confiáveis tomadores comerciais de empréstimos tenham de pagar alguma espécie de prêmio pela guerra. Não é coincidência que o ano 1499, quando Veneza estava lutando tanto em terra com a Lombardia quanto no mar contra o Império Otomano, assistiu a uma severa crise financeira, em que o valor dos títulos despencou e as taxas de juros subiram às alturas.[9] Do mesmo modo, o tumulto do mercado de títulos em 1509 foi resultado direto da derrota dos exércitos venezianos em Agnadello. O resultado em cada caso foi o mesmo: os negócios ficaram paralisados.

Não foram apenas as cidades-estado italianas que contribuíram para o aparecimento do mercado de títulos. No norte europeu, também, sociedades organizadas urbanas se viram com o problema de financiar seus *deficits* sem entrar em choque com a Igreja. Mas aqui se chegou a uma solução de algum modo diferente. Embora proibissem cobrar juros sobre um empréstimo (*mutuum*), as leis de usura não se aplicavam ao contrato medieval conhecido como o *census*, que permitia a um indivíduo comprar uma sequência de pagamentos anuais de outro. No século XIII, essas anuidades começaram a ser emitidas por cidades francesas do norte, como Douai e Calais, e cidades flamengas, como Gand. Elas tomavam empréstimos de duas formas: *rentes heritables*, ou *erfelijkrenten*, pagamentos perpétuos, que o comprador podia deixar para os seus herdeiros, ou *rentes viagères*, ou *lijfrenten*, que acabavam com a morte do comprador. O vendedor, mas não o comprador, tinha o direito de resgatar o *renten*, pagando o principal. Em meados do século XVI, a venda de anuidades estava crescendo para cerca de 7% da receita pública da província da Holanda.[10]

A coroa francesa e a espanhola, ambas, tentaram levantar dinheiro da mesma maneira, mas tiveram que usar cidades como intermediárias. No caso francês, os recursos foram levantados em nome do monarca pelo *hôtel de ville*, a prefeitura, de Paris; no caso espanhol, os *juros* reais tiveram que ser negociados através da Casa di San Giorgio, de Gênova (um sindicato privado que comprara o direito de recolher os impostos da cidade), e dos *beurs* da Antuérpia, um precursor do moderno mercado de ações, a bolsa de valores. Ainda assim, os investidores na dívida real tinham que ficar desconfiados. Enquanto as cidades, com suas formas oligárquicas de comando e dívidas mantidas localmente, tinham incentivos para não deixar de honrar seus compromissos, o mesmo não era verdadeiro em relação aos monarcas absolutistas. Como vimos no Capítulo 1, a coroa espanhola se tornou uma infratora serial no final do século XVI e no século XVII, suspendendo total ou parcialmente os pagamentos aos

seus credores em 1557, 1560, 1575, 1596, 1607, 1627, 1647, 1652 e 1662.[11]

Parte da razão para as dificuldades financeiras da Espanha foi o elevado custo de tentar dominar, mas fracassar, as províncias rebeldes do norte dos Países Baixos, cuja revolta contra a dominação espanhola foi um divisor de águas na história financeira e também política. Com suas instituições republicanas, as Províncias Unidas combinavam as vantagens da cidade-estado com a escala de uma nação-estado. Elas se tornaram capazes de financiar suas guerras, pois tinham desenvolvido Amsterdã como o mercado para todo tipo de novos títulos e ações: não somente *rentes heritables* como viagères, mas também empréstimos de loteria (nas quais os investidores compravam uma pequena probabilidade de um grande resultado). Em 1650, havia mais de 65.000 *rentiers* holandeses, homens que tinham investido seu capital em um ou outro desses instrumentos de débitos e, por meio deles, ajudado a financiar a longa luta holandesa para preservar sua independência. Na medida em que os holandeses progrediram da autodefesa para a expansão material, sua montanha de dívida cresceu muito – de 50 milhões de florins holandeses em 1632 para 250 milhões em 1752. Ainda assim, o rendimento dos títulos holandeses declinou regularmente, até 2,5% em 1747 – um sinal não apenas de que o capital era abundante nas Províncias Unidas, mas também de que os investidores não temiam muito um calote holandês.[12]

Com a Revolução Gloriosa de 1688, que desapossou o rei católico Jaime II do trono inglês em favor do príncipe de Orange, holandês e protestante, essas e outras inovações cruzaram o canal Inglês, de Amsterdã para Londres. O sistema fiscal inglês já era significantemente diferente daquele das monarquias continentais. As terras pertencentes à coroa tinham sido vendidas mais cedo do que em qualquer outro reino, aumentando o poder dos parlamentos para controlar os gastos reais, numa época em que seus poderes estavam decrescendo na Espanha, França e Alemanha. Já havia um movimento observável na direção de um serviço público civil profissional, baseado sobre salários e não no desvio de dinheiro público. A Revolução Gloriosa acentuou essa divergência. Dali em diante não haveria mais a regular omissão de pagamento de empréstimos (o "Impedimento do Erário", de 1672 – quando, com a coroa afundada em dívidas, Charles II suspendeu o pagamento das suas contas –, ainda estava fresco na cabeça dos investidores de Londres). Não haveria mais degradação da cunhagem, particularmente depois da adoção do padrão ouro em 1717. Haveria uma fiscalização parlamentar das finanças reais. E haveria um esforço continuado para consolidar as várias dívidas que a dinastia Stuart fizera ao longo dos anos, um processo que culminou em 1749, com a criação do Consolidate Fund** [Fundo Consolidado], por *Sir* Henry Pelham.[13] Isso era o exato oposto da direção financeira tomada na França, onde a omissão do pagamento de empréstimos continuava a ocorrer regularmente; cargos eram vendidos para levantar dinheiro, em vez de prover o serviço público civil com funcionários; a cobrança de impostos foi privatizada ou arrendada; os orçamentos eram raros e pouco inteligíveis; os Estados Gerais (a coisa mais próxima de um parlamento francês) cessara de se reunir; e sucessivos tesoureiros-gerais lutaram para levantar dinheiro através da emissão de *rentes* e *tontines*

(anuidades vendidas sobre as vidas de grupos de pessoas), em termos excessivamente generosos para os investidores.[14] Em meados do século XVIII, havia em Londres um florescente mercado de títulos, no qual os títulos governamentais consolidados, os *consols*, eram o principal valor negociado, títulos que eram altamente líquidos – em outras palavras, fáceis de vender – e atraentes para investidores estrangeiros (especialmente os holandeses).[15] Em Paris, ao contrário, não havia nada disso. Era uma divergência financeira que teria profundas consequências políticas.

Como foi o título mais bem-sucedido jamais emitido, vale a pena fazer uma pausa para olhar mais profundamente para o famoso *consol* britânico. No final do século XVIII, era possível investir em dois tipos: aqueles que traziam um cupom de 3% e os que traziam um cupom de 5%. No mais eram idênticos, pois ambos eram perpétuos, sem uma data fixada de vencimento, e somente podiam ser comprados de volta (resgatados) pelo governo se o seu preço de mercado igualasse ou excedesse seu valor líquido (paridade). A ilustração na página oposta mostra um típico *consol*, um recibo parcialmente impresso, parcialmente escrito à mão, declarando o total investido, o valor líquido do título, o nome do investidor e a data:

> Recebido neste dia 22 de janeiro de 1796 da Senhora Anna Hawes, a Soma de Cento e uma libras, sendo a Consideração para Cem libras de Juros, ou Ação no Capital, ou Capital Conjunto de Cinco por Cento Anuidades, consolidadas em 6 de julho de 1785... transferível ao Banco da Inglaterra...

Dado o fato que ela pagou 101 libras por um *consol* de 100, a sra. Hawes estava assegurando um rendimento de 4,95% para o seu investimento. Esse não foi um investimento feito em boa hora. Abril daquele ano assistiu à primeira vitória do exército francês em Montenotte, liderado por um jovem comandante corso chamado Napoleão Bonaparte. Ele ganhou novamente em Lodi, em maio. Nas duas décadas seguintes, esse homem representaria uma ameaça maior para a segurança e a estabilidade financeiras do Império Britânico, para não mencionar a paz da Europa, do que todos os Habsburgo e Bourbon combinados. Derrotá-lo provocaria o aparecimento de mais outra montanha de dívida. E quando a montanha cresceu, caiu o preço dos títulos governamentais consolidados, os *consols* – chegando a 30%, no ponto mais baixo das fortunas britânicas.

FIVE *per Cent.* Annuities,
Consolidated JULY 6th, 1785.

Received this 22 Day of Jan.y 1796 of

the Sum of

being the Consideration for

Interest or Share in the Capital or Joint Stock of FIVE *per Cent. Annuities*, consolidated *July 6th*, 1785. (erected by Two Acts of Parliament, one of the Twenty-fourth, and the other of the Twenty-fifth Year of the Reign of His Majesty King *George* III both intituled, *An Act for granting Annuities to satisfy certain* Navy, Victualling, *and* Transport Bills, *and* Ordnance Debentures) transferable at the BANK OF ENGLAND, together with the Proportional Annuity attending the same, by me this Day transferred to the said

Witness my Hand

Witness

£ 101

Um consol de 5%, comprado por Anna Hawes em janeiro de 1796

A ascensão meteórica do diminuto corso para ser imperador da França e senhor do continente europeu foi um evento que poucos poderiam ter previsto em 1796, muito menos a sra. Anna Hawes. Mas um feito de mobilidade social ainda mais extraordinário (e mais duradouro) aconteceria no mesmo espaço de tempo. Em poucos anos depois da derrota final de Napoleão, em Waterloo, um homem que crescera em meio ao desalento do gueto de Frankfurt emergira como um Napoleão financeiro: o mestre e senhor do mercado de títulos e, alguns se aventurariam a sugerir, o mestre e senhor da política europeia também. O nome do homem era Nathan Rothschild.

O Bonaparte das Finanças

> Mestre e senhor de riqueza desmedida, ele alardeia que é o árbitro da paz e da guerra, e que o crédito das nações depende do seu consentimento; seus correspondentes são inumeráveis; seus mensageiros especiais são mais numerosos do que os de príncipes soberanos e soberanos absolutistas; ministros de Estado estão a seu serviço. Senhor supremo nos gabinetes da Europa continental, ele aspira à dominação dos nossos.[16]

Essas palavras foram emitidas em 1828 pelo membro do parlamento, o radical Thomas Dunscombe. O homem a quem ele se referia era Nathan Mayer Rothschild, fundador da filial de Londres do que foi, durante a maior parte do século XIX, o maior banco do mundo.[17] Foi o mercado de títulos que enriqueceu a família Rothschild – rica o bastante para construir 41 mansões imponentes em toda a Europa, entre as quais a Waddesdon Manor, em Buckinghamshire, que foi restaurada em sua glória dourada pelo 4o *Lord* Rothschild,

tataraneto de Nathan. Seu antepassado ilustre, de acordo com *Lord* Rothschild, era "baixo, gordo, obsessivo, extremamente perspicaz e engenhoso, inteiramente concentrado... Não posso imaginar que ele tenha sido uma pessoa muito agradável para se lidar". Seu primo, Evelyn de Rothschild tem uma opinião similar: "Acho que ele era muito ambicioso", diz, contemplando o retrato de Nathan Rothschild na sala do conselho da firma N. M. Rothschild, na St. Swithin's Lane, em Londres, "e acho que ele era muito determinado. Não acho que tolerasse tolos".

Embora os Rothschild tivessem sido correspondentes compulsivos, relativamente poucas das cartas de Nathan para seus irmãos sobreviveram. Existe uma página, entretanto, que transmite claramente o tipo de homem que ele foi. Escrita, como todas as suas cartas, num quase indecifrável *Judendeutsch* (alemão transliterado em caracteres hebreus), ela epitomiza aquilo que pode ser chamado de sua ética judaica de trabalho e sua impaciência com seus irmãos menos mercurianos:

> Eu estou escrevendo lhe dando a minha opinião, pois é meu execrável, maldito dever escrever para você... Tenho lido suas cartas, não apenas uma vez, mas talvez uma centena de vezes. Você mesmo pode imaginar muito bem. Depois do jantar, geralmente não tenho nada para fazer. Eu não leio livros, não jogo cartas, não vou ao teatro, meu único prazer é o meu negócio, e dessa maneira eu leio as cartas de Amschel, de Salomon, de James, de Carl... Em relação à carta de Carl [sobre comprar uma casa maior em Frankfurt]... tudo isso é um bocado de tolice, porque, enquanto tivermos um bom negócio e formos ricos, todo mundo vai nos bajular, e aqueles que não têm interesse em obter rendimentos através de nós, nos invejam por tudo. Nosso Salomon é muito bom e agradável com tudo e com todo mundo, e se um parasita murmurar alguma coisa em seu ouvido, ele acha que todos os seres humanos possuem espíritos nobres [;] a verdade é que todos eles estão atrás dos seus próprios interesses.[18]

Não surpreende que seus irmãos o chamassem de "o general supremo". "Tudo que você escreve", reclamou um saturado Salomon, em 1815, "é pague isso, pague aquilo, mande isso, mande aquilo."[19] Foi esse ímpeto fenomenal, aliado a um gênio financeiro inato, o que impulsionou Nathan da obscuridade da *Judengasse* de Frankfurt ao conhecimento profundo e ao domínio do mercado de títulos de Londres. Mais uma vez, entretanto, a oportunidade para a inovação financeira foi provida pela guerra.

Na manhã do dia 18 de junho de 1815, 67.000 soldados britânicos, holandeses e alemães, sob o comando do duque de Wellington olharam através dos campos de Waterloo, não longe de Bruxelas, para um número quase igual de soldados franceses, comandados pelo imperador francês, Napoleão Bonaparte. A batalha de Waterloo foi o clímax de mais de duas décadas de conflito intermitente entre a Grã-Bretanha e a França. Mas foi mais do que uma batalha entre dois exércitos. Foi também uma disputa entre sistemas financeiros rivais: um, o francês, que sob Napoleão tinha se baseado no saque e na pilhagem (a cobrança pesada de impostos dos derrotados e conquistados); o outro, o britânico, baseado sobre dívidas.

Nunca antes tantos títulos foram emitidos para financiar um conflito militar. Entre 1793 e 1815, a dívida nacional britânica se multiplicou por três, para 745 milhões de libras, mais do que o dobro da produção da economia do Reino Unido. Mas esse crescimento no suprimento

de títulos tinha caído pesadamente sobre o mercado de Londres. Desde fevereiro de 1792, o preço de um *consol* típico de 100 libras a 3% tinha caído de 96 libras para menos de 60 libras na véspera de Waterloo, e uma vez (em 1797) despencando abaixo de 50 libras. Aqueles foram tempos desesperadores para as pessoas como a sra. Anna Hawes.

De acordo com uma lenda de longa duração, a família Rotschild deveu os primeiros milhões da sua fortuna à especulação bem-sucedida de Nathan sobre o efeito do resultado da batalha sobre o preço dos títulos britânicos. Em algumas versões da história, Nathan testemunhou a batalha pessoalmente, e se arriscou numa tempestade do canal para chegar a Londres antes das notícias oficiais da vitória de Wellington e, pela da compra de títulos antes de uma imensa subida de preços, embolsou entre 20 a 135 milhões de libras. É uma lenda que mais tarde os alemães fizeram o melhor que puderam para enfeitar e exagerar. Em 1940, Joseph Goebbels aprovou a publicação do livro *Die Rothschilds*, que descreve um untuoso Nathan subornando um general francês para garantir a vitória do duque de Wellington, e depois dando deliberadamente uma informação falsa sobre o resultado em Londres para precipitar o pânico e a venda precipitada dos títulos, que depois arrecadou na bacia das almas. Mas a realidade é totalmente diferente.[20] Longe de ganhar dinheiro com a vitória de Wellington, os Rothschild quase ficaram arruinados por causa dela. Sua fortuna foi feita não por causa de Waterloo, mas a despeito dela.

Depois de uma série de intervenções enganosas, as tropas britânicas vinham lutando contra Napoleão no continente europeu desde agosto de 1808, quando o futuro duque de Wellington, *Sir* Arthur Wellesley, então general de divisão, comandou uma força expedicionária a Portugal, reino invadido pelos franceses no ano anterior. Durante a maior parte dos seis anos subsequentes, houve uma necessidade recorrente de conseguir homens e *matériel* para a península Ibérica. Vender títulos ao público tinha certamente levantado bastante dinheiro para o governo britânico, mas as notas bancárias tinham pouco uso em campos de batalhas distantes. Para provisionar as tropas e pagar os aliados britânicos contra a França, Wellington precisava de uma moeda que fosse universalmente aceitável. O desafio era transformar o dinheiro levantado no mercado de títulos em moedas de ouro e levá-las aonde eram necessárias. Enviar guinéus de ouro de Londres a Lisboa era caro e arriscado em tempos de guerra. Mas, quando os mercadores portugueses não mais aceitaram as notas de troca que Wellington oferecia, pareceu haver poucas alternativas, senão enviar as moedas de navio.

Filho de um antiquário e corretor de sucesso moderado de Frankfurt, Nathan Rothschild chegara à Londres somente em 1799, e passara a maior parte dos dez anos seguintes no norte da Inglaterra, recentemente industrializado, comprando têxteis e despachando-os para a Alemanha. Ele só entraria nos negócios bancários em Londres em 1811. Por que, então, o governo britânico o procurou na sua hora de necessidade financeira? A resposta é que Nathan tinha adquirido uma valiosa experiência como contrabandista de ouro para o continente, quebrando o bloqueio que Napoleão impusera no comércio entre a Inglaterra e a Europa. (Confessadamente, era uma infração para a qual as autoridades francesas faziam vista grossa,

na simplista crença mercantilista de que o fluxo de ouro da Inglaterra acabaria enfraquecendo o esforço de guerra britânico.) Em janeiro de 1814, o ministro das Finanças autorizou o intendente-chefe, John Charles Herries, a "empregar aquele cavalheiro [Nathan], da maneira mais secreta e confidencial, para recolher na Alemanha, na França, e na Holanda a maior quantidade de moedas francesas de ouro e de prata, que não excedam o valor de 600.000 libras, que ele for capaz de obter em dois meses, a partir da presente data". Essas moedas seriam entregues a navios holandeses no porto de Helvoetsluys, e enviadas para Wellington, que naquela altura já cruzara os Pirineus para a França. Foi uma imensa operação, que dependeu da capacidade dos irmãos para controlar sua rede de crédito do outro lado do canal e para administrar transferências em grande escala de ouro e prata em barras. Eles executaram seu trabalho tão bem que Wellington escreveu imediatamente para expressar sua gratidão pelos "amplos... suprimentos de dinheiro". Como Herries explicou: "Rothschild, desse lugar, executou admiravelmente bem os vários serviços que lhe foram confiados nessa linha, e embora um Judeu (*sic*), nós depositamos muita confiança nele". Em maio de 1814, Nathan havia adiantado quase 1,2 milhão de libras ao governo, o dobro da quantia prevista em suas instruções originais.

Mobilizar essas vastas quantidades de ouro, mesmo na outra ponta de uma guerra, era arriscado, sem dúvida. Mas, do ponto de vista dos Rothschild, as pesadas comissões que puderam cobrar mais do que justificaram os riscos. O que os tornava tão adequados para a tarefa era que os irmãos já tinham uma rede bancária pronta dentro da família – Nathan, em Londres, Amschel, em Frankfurt, James (o mais moço), em Paris, Carl, em Amsterdã, e Salomon se movimentando para onde Nathan achasse apropriado. Espalhados pela Europa, os cinco Rothschild estavam extraordinariamente posicionados para explorar as diferenças de preço e de câmbio entre os mercados, num processo conhecido como arbitragem. Se o preço do ouro estivesse mais alto, digamos, em Paris do que em Londres, James em Paris venderia ouro em troca de letras de câmbio, depois as mandaria para Londres, onde Nathan as usaria para comprar uma quantidade maior de ouro. O fato de que suas próprias transações em nome de Herries eram grandes o bastante para afetar esses diferenciais de preço somente acrescentava lucro ao negócio. Além disso, os Rothschild também manipularam alguns dos maiores subsídios pagos aos aliados continentais dos britânicos. Em junho de 1814, Herries calculou que eles tinham efetuado pagamentos desse tipo da ordem de 12,6 milhões de francos. "O sr. Rothschild", observou o primeiro-ministro, *Lord* Liverpool, havia se tornado "um amigo muito útil". Como ele disse ao ministro de Relações Exteriores, *Lord* Castlereagh: "Eu não sei o que teríamos feito sem ele...". Naquela altura, seus irmãos começaram a chamar Nathan de mestre e senhor do mercado de câmbio.

Depois da sua abdicação em abril de 1814, Napoleão foi exilado na pequena ilha italiana de Elba, que ele passou a comandar como um império em miniatura. E a ilha era muito pequena para segurá-lo. No dia 1o de março de 1815, para consternação dos monarcas e ministros reunidos para restaurar a velha ordem europeia no Congresso de Viena, ele voltou à

França, determinado a reviver seu império. Veteranos da *grande armée* cerraram fileiras diante do seu estandarte. Nathan Rothschild reagiu a essas “notícias desagradáveis” retomando imediatamente as suas compras de ouro, adquirindo todas as barras e moedas que ele e seus irmãos conseguiram localizar, e que colocaram à disposição de Herries, para serem enviadas para Wellington. No total, os Rothschild proveram moedas de ouro num total maior do que 2 milhões de libras, em quantidade o bastante para encher 884 caixas e 55 tonéis. Ao mesmo tempo, Nathan se ofereceu para tomar conta de uma nova rodada de subsídios para os aliados continentais dos britânicos, levando o total das suas transações com Herries a pouco menos de 9,8 milhões de libras em 1815. Com comissões sobre todos esses negócios, variando de 2% a 6%, a volta de Napoleão prometia fazer homens ricos dos Rothschild. Ainda assim, havia um risco que Nathan subestimou. Ao comprar furiosamente uma tal quantidade de ouro, ele assumia que, como em todas as guerras de Napoleão, essa seria longa. Foi um erro de cálculo quase fatal.

Admiravelmente, Wellington chamou a batalha de Waterloo de “disputa mais acirrada que você jamais viu em sua vida”. Depois de um dia de ataques e de contra-ataques brutais, e de defesa heroica, a chegada do atrasado exército prussiano finalmente se mostrou decisiva. Para Wellington foi uma vitória gloriosa. Não tanto para os Rothschild. Sem dúvida foi gratificante para Nathan Rothschild receber a notícia da derrota de Napoleão primeiro, graças à velocidade dos seus mensageiros, quase 48 horas antes que o major Henry Percy entregasse o despacho oficial de Wellington ao Gabinete. Não importa o quão cedo ela o alcançou, entretanto, a notícia era tudo menos boa, do ponto de vista de Nathan. Ele não tinha esperado nada tão decisivo, tão cedo. Agora ele e seus irmãos estavam sentados em cima de uma pilha de dinheiro de que ninguém precisava – para pagar uma guerra que tinha acabado. Com a chegada da paz, os grandes exércitos que tinham lutado contra Napoleão seriam dispersados, a coalizão de aliados dissolvida. Isso significava que não mais haveria pagamento de salários para soldados, nem mais subsídios para os aliados britânicos do período da guerra. O preço do ouro, que havia disparado durante a guerra, estava destinado a cair. Nathan estava diante não dos imensos lucros da lenda, mas de perdas pesadas e crescentes.

Havia uma única saída possível: os Rothschild poderiam usar seu ouro para fazer uma aposta poderosa e imensamente arriscada no mercado de títulos. No dia 20 de julho de 1815, a edição noturna do *Courier*, de Londres, reportou que Nathan tinha feito “grandes aquisições de ações”, significando títulos do governo britânico. A aposta de Nathan foi que a vitória britânica em Waterloo e a perspectiva de uma redução dos empréstimos do governo alavancariam os preços dos títulos britânicos para as alturas. Nathan comprou mais e, quando o preço dos *consols* começou a subir, continuou comprando. Apesar das súplicas desesperadas dos seus irmãos para converter seus investimentos em lucros, Nathan manteve o sangue-frio durante mais um ano. Finalmente, nos estertores de 1817, com o preço dos títulos 40% mais caro, ele vendeu. Considerando os efeitos sobre o poder de compra da libra esterlina, da inflação e do crescimento econômico, seus lucros totalizaram cerca de 600

milhões de libras, a preços de hoje. Foi uma das negociações mais audaciosas da história financeira, uma que arrebatou a vitória final das mandíbulas da derrota militar de Napoleão. A semelhança entre vitorioso e derrotado não passou em brancas nuvens aos seus contemporâneos. Nas palavras de um dos sócios do banco Barings, grandes rivais dos Rothschild: "Devo confessar candidamente que não tenho nervos para uma operação como essa. Elas geralmente são bem planejadas, com grande sabedoria e sagacidade na execução – mas ele é, em relação ao dinheiro, o que Napoleão foi na guerra".[21] Para o secretário do chanceler austríaco, o príncipe Metternich, os Rothschild eram simplesmente *die Finanzbonaparten* – os bonapartes das finanças.[22] Outros foram ainda mais longe, embora não sem uma insinuação de ironia. "O dinheiro é o deus do nosso tempo", declarou o poeta alemão Heinrich Heine, em março de 1841, "e Rothschild é o seu profeta."[23]

Numa extensão que mesmo hoje permanece assombrosa, os Rothschild acabaram dominando as finanças internacionais na metade do século subsequente a Waterloo. Tão extraordinário esse feito pareceu aos seus contemporâneos que, frequentemente, tentaram explicá-lo em termos místicos. De acordo com uma dessas explicações que data dos anos 1830, os Rothschild deviam sua fortuna à posse de um misterioso "talismã hebreu" que permitira a Nathan Rothschild, o fundador da casa londrina, se tornar "o leviatã dos mercados de dinheiro da Europa".[24] Histórias similares eram contadas na Paliçada de Assentamento, na qual os judeus russos viviam confinados, ainda nos anos 1890.[25] Como vimos, os nazistas preferiram atribuir a ascensão dos Rothschild à manipulação de boatos sobre o mercado de ações e outras práticas trapaceiras. Esses mitos são recorrentes mesmo hoje. De acordo com o *best-seller Currency Wars* [Guerras de moedas] de Song Hongbing, publicado na China em 2007,

os Rothschild continuam a controlar o sistema monetário global através da sua suposta influência sobre o Federal Reserve System, o Banco Central americano.[26]

A realidade mais prosaica foi que os Rothschild foram capazes de construir seus sucessos durante a fase final das Guerras Napoleônicas, para se estabelecerem como os atores dominantes no mercado progressivamente internacional de títulos de Londres. E fizeram isso estabelecendo uma base de capital e uma rede de informação que eram de longe muito superiores às dos seus rivais mais próximos, os Baring. Entre 1815 e 1859, estima-se que a casa Rothschild de Londres emitiu quatorze títulos soberanos com um valor nominal de quase £ 43 milhões, mais da metade do total emitido por todos os bancos de Londres.[27] Embora os títulos do governo britânico fossem os principais valores que negociavam e vendiam para investidores, eles também vendiam títulos franceses, prussianos, russos, austríacos, napolitanos e brasileiros.[28] Além disso, monopolizaram a emissão de títulos do governo belga depois de 1830. Em geral, os Rothschild comprariam diretamente de um governo uma série de novos títulos, cobrando uma comissão para distribuí-los pela sua rede de corretores e investidores através da Europa, e somente remetiam fundos para o governo quando todos os pagamentos tivessem sido recebidos dos compradores. De hábito havia um generoso *spread* (diferença) entre o preço que os Rothschild pagavam ao tomador de empréstimo soberano e o preço que pediam aos investidores (com espaço para uma adicional “disparada” de preço depois da oferta pública inicial). É claro, como vimos, que antes houvera uma movimentação de empréstimos em larga escala internacional, sobretudo em Gênova, Antuérpia e Amsterdã.[29] Mas uma característica peculiar do mercado de títulos de Londres, depois de 1815, foi a insistência dos Rothschild de que a maioria dos novos tomadores emitisse os títulos em libras esterlinas, em vez das suas próprias moedas nacionais, e fizessem o pagamento dos juros em Londres, ou em outros mercados onde os Rothschild tivessem filiais. Um novo padrão foi estabelecido pela sua oferta pública inicial de títulos prussianos a 5%, que – depois de demoradas e frequentemente pesadas negociações[***] – foram emitidos não apenas em Londres, mas também em Frankfurt, Berlim, Hamburgo, e Amsterdã.30 Em seu livro *On the Traffic of State Bonds* [Sobre o tráfico de títulos estatais], o especialista jurídico alemão, Johann Heinrich Bender, singularizou essa como uma das mais importantes inovações financeiras dos Rothschild: “Qualquer dono de títulos governamentais... pode embolsar os juros de acordo com sua conveniência em vários lugares diferentes, sem qualquer esforço”.[31] A emissão de títulos não era, absolutamente, o único negócio que os Rothschild faziam, com certeza: eles também eram corretores de títulos, árbitros de moedas, negociantes de barras de ouro e prata, banqueiros, além de investidores em seguro, minas e ferrovias. Diferentes dos seus competidores menos importantes, os Rothschild se orgulhavam em negociar apenas com o que hoje seria chamado de *investiment grade securities* (títulos de investimentos de classificação). Nenhum título que eles emitiram nos anos 1820 foi desonrado até 1829, apesar da crise da dívida da América Latina no meio da década (a primeira de muitas).

Com o sucesso veio uma riqueza ainda maior. Quando Nathan morreu em 1836, sua

fortuna pessoal era equivalente a 0,62% da renda nacional britânica. Entre 1818 e 1852, o capital combinado das cinco casas Rothschild (Frankfurt, Londres, Nápoles, Paris e Viena) subiu de £ 1,8 para £ 9,5 milhões. No começo de 1825, seu capital combinado era nove vezes maior do que o dos irmãos Baring e o Banco da França. Em 1899, valendo £ 41 milhões, ele excedia o capital somado dos cinco maiores bancos alemães. Progressivamente, a firma se tornou uma administradora multinacional de bens e valores, para a riqueza da família dos administradores. Enquanto seus números cresciam de geração para geração, a unidade familiar era mantida por uma combinação de contratos revisados periodicamente entre as cinco casas, e um alto índice de casamentos dentro da família, entre primos e entre tios e sobrinhas. Dos 21 casamentos envolvendo descendentes do pai de Nathan, Mayer Amschel Rothschild, que foram celebrados entre 1824 e 1877, não menos do que quinze aconteceram entre seus descendentes diretos. Além disso, a fidelidade coletiva da família à fé judaica, numa época em que algumas famílias judaicas estavam caindo na apostasia ou em casamentos mistos, fortaleceu seu senso de identidade e propósito comum, como “a real família [judaica] caucasiana”.

O velho Mayer Amschel advertira repetidamente seus cinco filhos: “Se não conseguirem ser amados, façam por onde serem temidos”. Enquanto transpunham o mundo financeiro em meados do século XIX, como mestres e senhores do mercado de títulos, os Rothschild já eram mais temidos do que amados. Reacionários da direita lamentavam o surgimento de uma nova forma de riqueza de rendimento maior e mais líquida do que as propriedades de terra das elites aristocráticas da Europa. Como Heinrich Heine observou, havia algo profundamente revolucionário no sistema financeiro que os Rothschild estavam criando:

> O sistema de valores em papel liberta... os homens para a escolha do lugar de residência que quiserem; eles podem viver em qualquer lugar, sem trabalhar, dos juros dos seus títulos, suas propriedades portáteis, e assim podem se reunir e constituir o verdadeiro poder nas nossas cidades capitais. E nós não mais conhecemos o que prognosticar, quando as mais diversas energias podem viver lado a lado, quando existe uma tal concentração de autoridade intelectual e social.

Aos olhos de Heine, Rothschild agora podia ser mencionado no mesmo nível de Richelieu e Robespierre, como um dos “três nomes terroristas que explicam detalhadamente o aniquilamento gradual da velha aristocracia”. Richelieu destruíra seu poder; Robespierre decapitara seus últimos remanescentes; agora os Rothschild estavam provendo a Europa com uma nova elite porque

> ... elevara o sistema de títulos governamentais ao supremo poder... [e] conferira ao dinheiro os antigos privilégios da terra. Certamente, ele criara, dessa maneira, uma nova aristocracia, mas essa é fundamentada sobre o mais inconfiável dos elementos, o dinheiro... [que] é mais fluido do que a água e menos firme do que o ar... [32]

Enquanto isso, os radicais da esquerda deploravam o aparecimento de um novo poder no reino da política, que exercia um poder de veto sobre as finanças dos governos e, desse modo, sobre a maior parte das políticas. Seguindo o sucesso dos títulos emitidos pelos Rothschild para a Áustria, a Prússia e a Rússia, Nathan foi caricaturado como o corretor do seguro para a

"Aliança Cínica", ajudando a proteger a Europa contra incêndios políticos liberais.[33] Em 1821, ele até mesmo recebeu uma ameaça de morte por causa das suas conexões com governos estrangeiros, e particularmente por causa da assistência prestada à Áustria nos planos daquele governo contra as liberdades da Europa.[34] O historiador liberal Jules Michelet observou em seu diário em 1842: "M. Rothschild conhece a Europa, príncipe por príncipe, e o mercado de valores, bajulador por bajulador. Ele tem todas as suas contas na cabeça, a dos cortesãos, dos bajuladores e as dos reis; fala com eles sem nem consultar os seus livros. Para um ele diz: 'Sua conta vai cair no vermelho se indicar tal ministro'".[35] Previsivelmente, o fato de que os Rothschild eram judeus deu um novo ímpeto aos profundamente enraizados preconceitos antissemíticos. Não muito depois de os Rothschild aparecerem na América, o governador do Mississippi estava denunciando o "barão Rothschild" por ter "o sangue de Judas e de Shylock correndo em suas veias, e... por unir as qualidades de ambos os seus compatriotas". No final do século, um escritor populista, "Coin" [Moeda] Harvey, descreveria o Banco Rothschild como um imenso polvo negro lançando os seus tentáculos em volta do mundo.[36]

Mas, foi a suposta capacidade dos Rothschild de permitir ou proibir guerras, ao sabor da sua vontade, que pareceu despertar a maior indignação. Já em 1828, o príncipe Pückler-Muskau se referiu aos "Rothschild... sem o qual nenhum poder na Europa atualmente parece capaz de fazer uma guerra".[37] Um analista[****] do começo do século XX colocou incisivamente a questão:

> Alguém seriamente supõe que uma grande guerra possa ser travada por qualquer estado europeu, ou por qualquer grande subscritor de empréstimos estatais, se a casa de Rothschild e suas conexões se colocarem contra ela?[38]

De fato, poder-se-ia assumir que os Rothschild precisavam de guerras. Fora a guerra, afinal, que gerara o maior negócio de Nathan Rothschild. Sem guerras, os estados do século XIX teriam tido pouca necessidade de emitir títulos. Como vimos, entretanto, as guerras tinham a tendência de atingir o preço dos títulos existentes, ao aumentar o risco de que (como na Veneza do século XVI) o estado devedor não conseguiria honrar seus compromissos financeiros, ou os pagamentos dos juros no caso de derrota ou de perdas de território. Em meados do século XIX, os Rothschild haviam evoluído de comerciantes e negociadores para administradores de fundos, zelando cuidadosamente pelo seu próprio vasto *portfolio* de títulos governamentais. Naquele momento, tendo ganhado seu dinheiro, eles tinham muito mais a perder do que a ganhar de um conflito. Foi por essa razão que foram consistentemente hostis aos movimentos de unificação nacional na Itália e na Alemanha. E foi por essa razão que olharam com apreensão para a incursão dos Estados Unidos num conflito armado mutuamente destrutivo. Os Rothschild tinham decidido o resultado das Guerras Napoleônicas quando colocaram seu peso financeiro a favor e por trás dos britânicos. Agora eles ajudariam a decidir o resultado da Guerra Civil da América – escolhendo ficar nas linhas laterais.

Em maio de 1863, há dois anos na Guerra Civil, o general de divisão Ulysses S. Grant capturou Jackson, a capital do estado do Mississippi, e forçou o exército confederado, sob o comando do general de divisão, John C. Pemberton, a recuar na direção do oeste para Vicksburg, nas margens do rio Mississippi. Cercado, com os barcos da União bombardeando suas posições, o exército de Pemberton rechaçou dois ataques inimigos, mas foi finalmente subjugado pela fome até a submissão, devido a um cerco opressivo e excruciante. No dia 4 de julho, Dia da Independência, Pemberton se rendeu. Dali em diante, o Mississippi estava sob as mãos firmes do Norte. O Sul estava literalmente cortado em dois.

A queda de Vicksburg é sempre vista como uma das grandes viradas da guerra. E ainda assim, do ponto de vista financeiro, essa queda realmente não foi decisiva. O evento-chave tinha acontecido mais de um ano antes, onde o rio Mississippi chega ao golfo do México. No dia 28 de abril de 1862, o oficial-general da armada, David Farragan, havia movimentado os canhões do Forte Jackson e do Forte St. Phillip para tomar o controle de Nova Orleans. Esse foi um embate muito menos sangrento e demorado do que o sítio de Vicksburg, mas igualmente desastroso para a causa sulista.

As finanças da Confederação são uma das grandes promessas fracassadas da história americana.[39] Porque, numa análise final, foi tanto a falta de dinheiro sonante quanto a falta de capacidade industrial ou de efetivo humano o que minou e desbaratou o que era, em termos militares, um esforço impressionante dos estados sulistas. No começo da guerra, na ausência de um sistema preexistente de imposição central de impostos, o inexperiente Tesouro Confederado pagara por seu exército através da venda de títulos para seus próprios cidadãos, na forma de dois grandes empréstimos de US$ 15 milhões e US$ 100 milhões. Mas havia uma quantidade finita de capital líquido disponível no Sul, com suas muitas fazendas autossuficientes e suas cidades relativamente pequenas. Para sobreviver, como mais tarde foi alegado, a Confederação procurou os Rothschild, na esperança de que a maior dinastia financeira pudesse ajudá-la a derrotar o Norte, como tinha ajudado Wellington a derrotar Napoleão.

A sugestão não era de todo fantasiosa. Em Nova York, o agente dos Rothschild, August Belmont, tinha olhado com horror a entrada dos Estados Unidos na Guerra Civil. Como presidente nacional do Partido Democrata, ele tinha sido um dos principais partidários de Stephen A. Douglas, oponente do republicano Abraham Lincoln na eleição presidencial de 1860. Belmont permanecera um crítico do que ele chamou de “política fatal de confisco e de emancipação forçada” de Lincoln.[40] Salomon de Rothschild, terceiro filho de James, também havia expressado simpatias pró-sulistas em suas cartas para casa, antes do começo da guerra.[41] Alguns analistas do Norte fizeram a inferência óbvia: os Rothschild estavam apoiando o Sul. “Belmont, os Rothschild, e toda a tribo dos judeus... vêm comprando títulos confederados”, bradou o *Chicago Tribune*, em 1864. Um dos partidários de Lincoln acusou os

"judeus, Jeff Davies [presidente da Confederação] e o diabo" de serem a ímpia trindade contra a União.[42] Quando visitou Londres, o próprio Belmont disse a Lionel de Rothschild que "logo o Norte seria conquistado". (E meramente atiçou as chamas da suspeita o fato de que o homem encarregado de recrutar a Grã-Bretanha para a causa do Sul, o secretário de Estado da Confederação, Judah Benjamin, era, ele mesmo, um judeu.)

Na realidade, entretanto, os Rothschild optaram por não apoiar o Sul. Por quê? Talvez porque eles sentissem um desgosto genuíno pela instituição da escravidão. Mas pelo menos de igual importância foi uma consciência de que a Confederação não era um bom risco de crédito (afinal, o presidente confederado, Jefferson Davies, havia advogado abertamente o repúdio das dívidas do estado, quando era senador). Essa desconfiança parecia ser amplamente compartilhada na Europa. Quando a Confederação tentou vender títulos convencionais nos mercados europeus, os investidores demonstraram pouco entusiasmo. Mas os sulistas tinham uma carta engenhosa nas suas mangas. A carta, como as mangas, era feita de algodão, a chave para a economia da Confederação e, sem a menor dúvida, o maior produto de exportação do Sul. A ideia era usar a colheita de algodão do Sul não apenas como uma fonte de ganhos com a exportação, mas como colateral para um novo título garantido pelo algodão. Quando a obscura firma francesa de Emile Erlanger & Co. começou a emitir os títulos garantidos pelo algodão em nome do Sul dos Estados Unidos, a resposta de Londres e de Amsterdã foi mais positiva. A coisa mais atraente sobre esses títulos em libras esterlinas, que tinham um cupom de 7% e um vencimento de vinte anos, era que eles podiam ser convertidos em algodão a preços anteriores à guerra, de seis pênis a libra-peso. Apesar das derrotas militares do Sul, os títulos mantiveram seu valor durante a maior parte da guerra pela simples razão de que o preço da garantia subjacente, o algodão, estava subindo como consequência da demanda crescente durante o período de guerra. De fato, o preço dos títulos realmente dobrou entre dezembro de 1863 e setembro de 1864, a despeito das derrotas da Confederação em Gettysburg e em Vicksburg, porque o preço do algodão havia disparado.[43] Ainda por cima, o Sul estava na feliz posição de poder elevar muito mais aquele preço – restringindo o suprimento de algodão.

Em 1860, o porto de Liverpool era a principal artéria para o suprimento de algodão importado para a indústria têxtil britânica, então o principal vetor da economia industrial vitoriana. Mas de 80% dessas importações vinham do Sul dos Estados Unidos. Os líderes confederados acreditavam que isso lhes dava uma alavancagem para trazer a Grã-Bretanha para a guerra, do lado deles. Para aumentar a pressão, decidiram impor um embargo em todas as exportações de algodão para Liverpool. Os preços do algodão dispararam de 6½ por libra-peso para 27½. As importações do Sul despencaram de 2,6 milhões de fardos em 1860 para menos de 72.000 em 1862. Uma típica tecelagem inglesa, como a que está preservada em Styal, no sul de Manchester, empregava cerca de 400 trabalhadores, mas esse número era apenas uma fração das 300.000 pessoas empregadas pela firma King Cotton, em Lancashire, como um todo. Sem algodão não havia literalmente nada que esses trabalhadores pudessem fazer. No final de 1862, metade da força de trabalho tinha sido demitida; cerca de um quarto

da população de Lancashire estava recebendo uma compensação pela pobreza.[44] E todos chamaram a crise de a grande fome do algodão. Essa, entretanto, foi uma fome criada pelo homem. E parecia que os homens que a engendraram tinham atingido seu objetivo. Não somente o embargo causou desemprego, fome e tumultos no norte da Inglaterra, como a escassez de algodão aumentou o preço e, desse modo, o valor dos títulos garantidos pelo algodão dos sulistas, tornando-os um investimento irresistível para os membros-chave da elite política britânica. O futuro primeiro-ministro, William Ewart Gladstone, comprou alguns, assim como o editor do jornal *The Times*, John Delane.[45]

7 PER CENT COTTON LOAN OF THE
Confederate States of America,
FOR 3 MILLIONS STERLING OR 75 MILLIONS FRANCS.
Series A
Nº 1557
£1000
F25,000
40000 lbs. COTTON

THE CONFEDERATE STATES OF AMERICA are indebted to the Holder of this Bond in the Sum of ONE THOUSAND POUNDS Sterling, with Interest at the rate of Seven per Cent. per Annum, payable on the First Day of March and the First Day of September in each Year, in Paris, London, Amsterdam, or Frankfort ᵒ/M against delivery of the corresponding Coupon, until redemption of the Principal.

LES ÉTATS CONFÉDÉRÉS D'AMÉRIQUE doivent au Porteur de cette Obligation la somme de MILLE LIVRES STERLING OU VINGT-CINQ MILLE FRANCS, portant intérêt à raison de Sept pour Cent l'an, payable le premier Mars et le premier Septembre de chaque année à Paris, Londres, Amsterdam et Francfort s/M, contre le Coupon respectif jusqu'à remboursement du Capital.

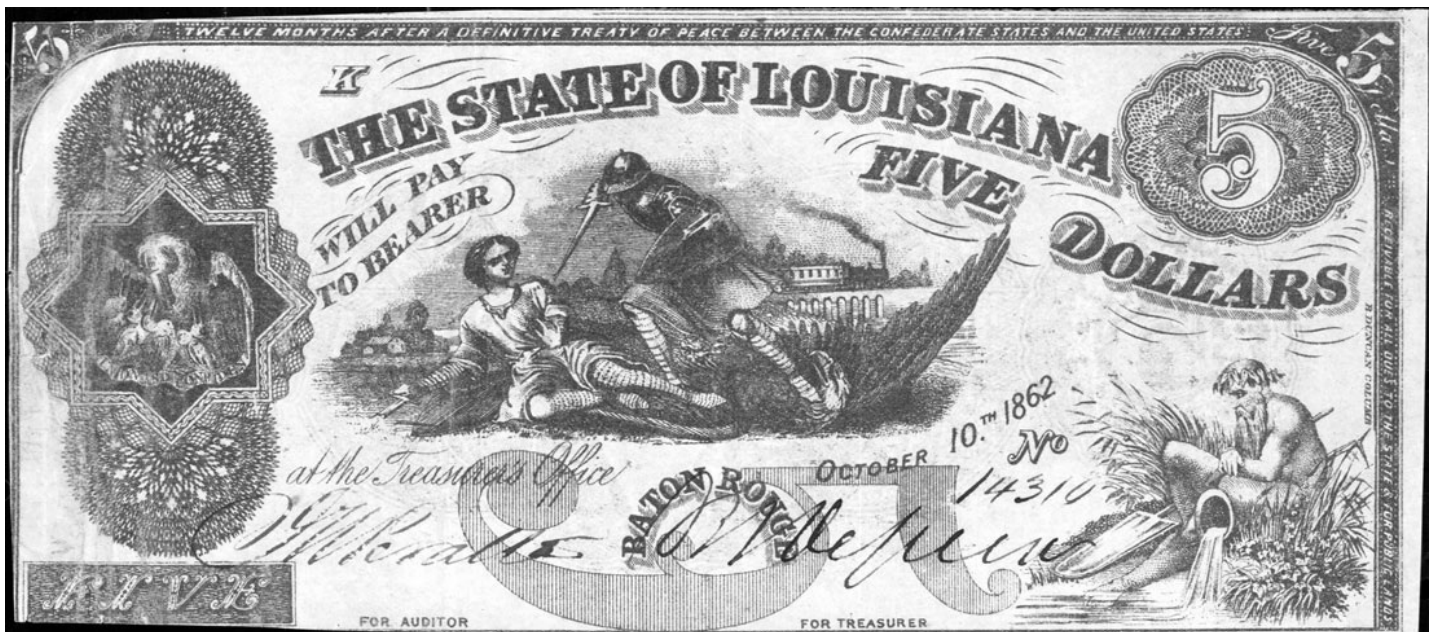
J. HENRY SCHRÖDER & Cº
EMILE ERLANGER & Cⁱᵉ

Um título confederado de algodão com cupons, dos quais somente os quatro primeiros foram retirados

Ainda assim, a capacidade de o Sul manipular o mercado de títulos dependia de uma condição complicada: que os investidores pudessem tomar posse física do algodão que garantia os títulos, se o Sul deixasse de pagar os juros. Afinal, a garantia somente é boa se um credor pode botar as mãos nela. E foi por isso que a queda de Nova Orleans, em abril de 1862, foi o verdadeiro momento decisivo da Guerra Civil americana. Com o principal porto do Sul nas mãos da União, qualquer investidor que quisesse se apoderar do algodão sulista teria que passar pelo bloqueio naval da União, não apenas uma vez, mas duas, para entrar e

para sair. Considerando o crescente poder naval do Norte na área e em torno do Mississippi, essa não era uma perspectiva atraente.

Se o Sul tivesse conseguido manter o controle de Nova Orleans até que a colheita do algodão tivesse sido embarcada para a Europa, talvez tivesse vendido mais de £ 3 milhões de títulos de algodão em Londres. Talvez até mesmo os Rothschild, avessos a riscos, tivessem saído de cima da cerca financeira onde se colocaram. Da maneira que a história aconteceu, eles menosprezaram o empréstimo de Erlanger como sendo "de natureza tão especulativa que muito provavelmente atrairia todos os especuladores impetuosos... não soubemos de quaisquer pessoas respeitáveis que tivessem se envolvido com isso".[46] A Confederação superestimara sua própria mão. Ela fechou a torneira do algodão, mas depois perdeu a capacidade de abri-la. Em 1863, as manufaturas de Lancashire tinham encontrado novos fornecedores de algodão na China, no Egito e na Índia. E então os investidores começaram a perder sua confiança nos títulos garantidos pelo algodão sulista. As consequências para a economia confederada foram desastrosas.

Com seu mercado doméstico de títulos exaurido e somente dois insignificantes empréstimos estrangeiros, o governo confederado foi forçado a imprimir dólares sem lastro para pagar pela guerra e suas outras despesas, US$ 1,7 bilhão no total. Ambos os lados da Guerra Civil tiveram que imprimir dinheiro, é verdade. Mas, no final da guerra, as notas verdes da União ainda valiam 50% em ouro, enquanto as notas cinza dos confederados valiam apenas 1%, apesar da inútil tentativa de uma reforma da moeda em 1864.[47] A situação foi agravada pela capacidade dos estados e das municipalidades sulistas de imprimirem papel-moeda por conta própria; e pela falsificação generalizada, pois as notas confederadas eram primitivas, grosseiras e fáceis de copiar. Com uma quantidade cada vez maior de dólares correndo atrás de bens cada vez mais escassos, a inflação explodiu. Os preços no Sul subiram por volta de 4.000% durante a Guerra Civil.[48] Como contraste, os preços no Norte subiram apenas 60%. Mesmo antes da rendição dos principais exércitos da Confederação em abril de 1865, a economia do Sul estava entrando em colapso, com a hiperinflação como um arauto seguro da sua derrota.

Uma nota "cinza" confederada de 5 dólares do estado da Louisiana

Os Rothschild estavam certos. Aqueles que investiram nos títulos confederados acabaram perdendo tudo, porque o Norte vitorioso se absteve de honrar as dívidas do Sul. No final, não houve outra solução senão imprimir dinheiro para financiar a guerra sulista. Não seria a última vez na história que uma tentativa de torpedear e chantagear o mercado de títulos acabaria numa inflação ruinosa e numa humilhação militar.

A Eutanásia do *Rentier*

O destino daqueles que perderam a camisa com os títulos confederados não foi especialmente incomum no século XIX. A Confederação estava longe de ser o único estado nas Américas que acabou desapontando os possuidores dos seus títulos; ela foi meramente a delinquente mais setentrional. Ao sul do Rio Grande, o não pagamento de dívidas e as depreciações de moedas beiravam o lugar-comum. De muitas maneiras, a experiência da América Latina no século XIX prenunciou problemas que se tornaram quase universais em meados do século XX. Isso aconteceu, em parte, porque a classe social mais provável de investir em títulos – e consequentemente ter um interesse no pronto pagamento dos juros numa moeda sólida e confiável – era mais fraca naquele continente do que em outros lugares. E em parte porque as repúblicas latino-americanas estavam entre as primeiras que descobriram que era relativamente indolor não honrar seus compromissos financeiros e não pagar as suas dívidas quando os donos dos títulos eram, numa proporção substancial, estrangeiros. Não foi por mero acidente que a primeira grande crise da dívida latino-americana aconteceu já em 1826 e 1829, quando o Peru, Colômbia, Chile, México, Guatemala e Argentina, juntos, não pagaram seus compromissos relativos aos títulos emitidos em Londres, uns poucos anos antes.[49]

De muitas maneiras, era verdade que o mercado de títulos era poderoso. No final do século XIX, os países que não pagavam suas dívidas corriam o risco de sofrer sanções

econômicas, a imposição do controle estrangeiro sobre as suas finanças e até mesmo, em pelo menos cinco casos, a intervenção militar.[50] É difícil acreditar que Gladstone teria ordenado a invasão do Egito, em 1882, se o governo egípcio não tivesse ameaçado renegar suas obrigações com os europeus possuidores de títulos, como ele mesmo, entre os demais. Colocar um "mercado emergente" sob a égide do Império Britânico era a maneira mais segura de remover os riscos políticos das preocupações dos investidores.[51] Mesmo aqueles de fora do Império se arriscavam a receber a visita de uma canhoneira se não respeitassem seus compromissos, como a Venezuela descobriu em 1902, quando uma expedição naval conjunta da Grã-Bretanha, da Alemanha e da Itália bloqueou temporariamente os portos do país. Os Estados Unidos foram especialmente enérgicos (e eficazes) na proteção dos interesses dos donos de títulos, na América Central e no Caribe.[52]

Mas, num aspecto crucial, o mercado de títulos era potencialmente vulnerável. Os investidores da City de Londres, o maior mercado internacional financeiro do mundo ao longo do século XIX, eram ricos, mas não numerosos. No começo daquele século, o número dos britânicos possuidores de títulos pode ter sido menor do que 250.000, cerca de 2% da população. Ainda assim, sua riqueza era mais do que o dobro da renda nacional do Reino Unido; sua renda girava em torno de 7% da renda nacional. Em 1822, essa renda – os juros da dívida nacional – somava mais ou menos a metade do total do gasto público, porém mais de dois terços dos rendimentos dos impostos eram indiretos e, desse modo, caíam sobre o dispêndio. Mesmo por volta de 1870, essas proporções ainda eram, respectivamente, um terço e mais da metade. Seria muito difícil arquitetar um sistema fiscal mais regressivo, com impostos taxados sobre as necessidades de muitos sendo usados para financiar os pagamentos de juros a muitos poucos. Não surpreende que os radicais, como William Cobbet, tivessem ficado furiosos. "Uma dívida nacional, com toda a taxação e as apostas que pertencem a ela", Cobbet declarou em seu *Rural Rides* (1830), "tem uma tendência natural para *recolher a riqueza das grandes massas... para o ganho de poucos*."[53] Na ausência de uma reforma política, ele advertiu, o país inteiro acabaria nas mãos "daqueles que emprestaram o dinheiro para manter esse monstro de sistema... os intermediários dos empréstimos, os especuladores dos títulos... Os judeus e a tribo inteira de comedores de impostos".[54]

Essas tiradas tiveram pouco efeito para enfraquecer a posição da classe conhecida na França como os *rentiers* – os recebedores dos juros sobre os títulos governamentais como o francês *rente*. Pelo contrário, as décadas subsequentes a 1830 constituíram uma idade do ouro para o *rentier* na Europa. O não pagamento se tornou menos e menos frequente. O dinheiro, graças ao padrão ouro, se tornou mais e mais digno de confiança.[55] Esse triunfo do *rentier*, apesar da ampliação generalizada das franquias eleitorais, foi extraordinário. É verdade que o aparecimento dos bancos de poupança (que frequentemente foram obrigados a manter os títulos governamentais como seus principais ativos) expôs indiretamente ao mercado de títulos novos segmentos da sociedade e, por conta disso, aumentou a participação e o interesse no mercado de títulos. Mas, fundamentalmente, os *rentiers* permaneceram uma elite de

Rothschild, Baring e Gladstone – social, politica e, acima de tudo, economicamente interligados e entrelaçados. O que acabou com essa dominação não foi o surgimento da democracia ou do socialismo, mas uma catástrofe fiscal e monetária pela qual as próprias elites europeias foram responsáveis. Essa catástrofe foi a I Guerra Mundial.

"A inflação", escreveu Milton Friedman, numa definição famosa, "é sempre, e em todos os lugares, um fenômeno monetário, no sentido de que não pode ocorrer sem um crescimento mais rápido na quantidade de dinheiro do que da produção." O que aconteceu em todos os estados combatentes durante e depois da I Guerra Mundial ilustra muito bem essa afirmação. Existiram essencialmente cinco passos para a alta inflação:

1. A guerra provocou não somente a escassez dos bens, mas também os
2. pedidos de empréstimos de curto prazo pelo governo ao banco central
3. que efetivamente transformaram a dívida em moeda corrente, desse modo aumentando o suprimento de dinheiro,
4. que provocou uma virada nas expectativas públicas de inflação, a queda da demanda pelo equilíbrio da moeda corrente
5. e o aumento do preço dos bens de consumo.*****

Entretanto, a pura teoria monetária não pode explicar por que num país o processo inflacionário procede tão mais rápido, se aprofunda e se alonga mais do que num outro. Nem pode explicar por que as consequências da inflação variam tanto de caso a caso. Se adicionarmos o total das despesas públicas dos maiores poderes combatentes entre 1914 e 1918, a Grã-Bretanha gastou muito mais do que a Alemanha, e a França gastou mais do que a Rússia. Expressadas em termos de dólares, as dívidas públicas da Grã-Bretanha, da França e dos Estados Unidos cresceram muito mais, entre abril de 1914 e março de 1918, do que a da Alemanha.56 É verdade que o volume de notas em circulação cresceu mais na Alemanha entre 1913 e 1918 (1.040%) do que na Grã-Bretanha (708%) ou na França (386%); mas na Bulgária o aumento foi de 1.116%, e na Romênia, de 961%.[57] Relativos a 1913, os preços do atacado cresceram mais em 1918 na Itália, na França e na Grã-Bretanha do que na Alemanha. Em 1918, o índice do custo de vida para Berlim era 2,3 vezes mais elevado do que seu nível pré-guerra; para Londres esse índice foi pouco diferente (2,1 vezes mais elevado).[58] Por que, então, foi a Alemanha que mergulhou numa hiperinflação depois da I Guerra Mundial? Por que foi o marco que despencou até o fundo do poço? A chave reside no papel do mercado de títulos na guerra e nas finanças pós-guerra.

Todos os países conflagrados fizeram esforços para a venda de títulos durante a guerra, persuadindo milhares de pequenos poupadores que jamais tinham comprado títulos governamentais anteriormente, com o argumento de que era seu dever patriótico. Diferente da Grã-Bretanha, França, Itália e Rússia, entretanto, a Alemanha não tinha acesso ao mercado

internacional de títulos durante a guerra (inicialmente o país rejeitou o mercado de Nova York, que depois lhe fechou as portas). Enquanto os poderes da Entente puderam vender títulos nos Estados Unidos, ou através do Império Britânico, rico em capital, os poderes centrais (Alemanha, Áustria-Hungria e Turquia) ficaram limitados aos seus próprios recursos. Berlim e Viena eram dois importantes centros financeiros, mas não possuíam a penetração de Londres, Paris e Nova York. Como resultado, gradualmente a venda dos títulos da guerra ficou mais difícil para os alemães e seus aliados, quando o apetite dos investidores foi saciado. Muito antes, e numa extensão ainda maior do que na Grã-Bretanha, as autoridades da Alemanha e da Áustria tiveram que recorrer aos seus bancos centrais para financiamentos de curto prazo. O crescimento do volume das notas do Tesouro nas mãos do banco central era um arauto da inflação porque, diferente da venda de títulos para o público, trocar essas notas por papel-moeda aumentava o suprimento do dinheiro. No final da guerra, aproximadamente um terço da dívida do Reich estava "flutuando", ou não consolidado, e uma substancial projeção monetária tinha sido criada, e somente o controle de preços durante a guerra impedira que ela se manifestasse numa inflação mais elevada.

A própria derrota teve um preço alto. Todos os lados tiveram que garantir aos pagadores de impostos e aos donos de títulos que o inimigo pagaria pela guerra. Naquele momento, as contas caíram sobre Berlim. Por esse motivo, uma maneira de compreender a hiperinflação pós-guerra é vê-la como uma forma de falência do Estado. Aqueles que tinham comprado títulos da guerra tinham investido numa promessa de vitória; a derrota e a revolução representaram uma insolvência nacional, cujo impacto tinha necessariamente que ser arcada pelos credores do Reich. Além da derrota, os acontecimentos revolucionários entre novembro de 1918 e janeiro de 1919 definitivamente não foram calculados para garantir e acalmar investidores. Nem a conferência da paz em Versalhes, que impôs reparações não especificadas de obrigações sobre a nova República de Weimar. Quando o total da indenização foi finalmente fixado em 1921, os alemães se viram sobrecarregados com uma nova e imensa dívida externa, com um valor nominal de capital de 132 bilhões de "marcos ouro" (marcos pré-guerra), equivalente a mais de três vezes a renda nacional. Embora nem toda essa nova dívida arcasse com juros imediatos, a escala dos pagamentos das reparações somava mais do que um terço de todos os gastos do Reich em 1921 e 1922. Nenhum investidor que contemplasse a posição da Alemanha no verão de 1921 poderia se sentir otimista, e esse capital estrangeiro que fluiu no país depois da guerra era especulativo, ou dinheiro "quente", que logo escapou quando a situação ficou mais difícil.

Ainda assim, seria errado ver a hiperinflação de 1923 como uma simples consequência do Tratado de Versalhes. Naturalmente, essa é a maneira pela qual os alemães quiseram enxergá-la. Durante todo o período pós-guerra, sua asserção foi de que o peso das reparações criara um *deficit* insustentável de conta-corrente; de que não havia alternativa senão imprimir ainda mais marcos para financiá-lo; de que a inflação era uma consequência direta da resultante depreciação do marco. Tudo isso foi para dissimular as raízes políticas domésticas

da crise monetária. O sistema de impostos da República de Weimar era frágil, não apenas porque o novo regime não tinha legitimidade entre os grupos de maior renda, que não queriam pagar os impostos que lhes couberam. Ao mesmo tempo, o dinheiro público era gasto de maneira irresponsável, sobretudo nos generosos acordos salariais para os sindicatos do setor público. A combinação de impostos insuficientes e de gasto excessivo criou *deficits* enormes de 1919 a 1920 (um excedente de 10% do seu produto interno líquido), antes mesmo que os vencedores tivessem apresentado as contas das suas reparações da guerra. O *deficit* em 1923, quando a Alemanha suspendeu o pagamento das reparações, foi ainda maior. Além disso, os encarregados da política econômica de Weimar, no começo dos anos 1920, acharam que tinham pouco incentivo para estabilizar a política fiscal e monetária alemã, até quando a oportunidade se apresentou em meados de 1920.[59] Um cálculo comum entre as elites financeiras alemãs era que a depreciação da moeda forçaria os Aliados a revisar o acordo de reparação, pois o efeito seria baratear as exportações alemãs em relação aos manufaturados americanos, britânicos e franceses. Foi verdade, enquanto durou, que a marcha descendente do marco animou as exportações alemãs. O que os alemães não enxergaram foi que o *boom* induzido pela inflação de 1920-1922, numa época em que a economia dos Estados Unidos e da Grã-Bretanha estava no fundo do poço de uma recessão pós-guerra, provocou um crescimento ainda maior das importações, e, assim, não permitiria a pressão econômica que eles esperaram exercer. No âmago da hiperinflação alemã houve um erro de cálculo. Quando os franceses perceberam a insinceridade das garantias oficiais alemãs para honrar seus compromissos quanto às reparações, chegaram à conclusão de que as reparações teriam que ser obtidas à força, e invadiram a região industrial do Ruhr. Os alemães reagiram proclamando uma greve geral ("resistência passiva"), que acabaram financiando com mais papel-moeda. O final do jogo hiperinflacionário tinha finalmente chegado.

A inflação é um fenômeno monetário, como disse Milton Friedman. Mas a hiperinflação é sempre, e em todos os lugares, um fenômeno político, pois ela não pode ocorrer sem uma fundamental disfunção da política econômica do país. Certamente havia maneiras menos catastróficas para resolver disputas de credores domésticos e estrangeiros sobre a renda nacional infinitamente menor da Alemanha pós-guerra. Mas uma combinação de trava interna e de desafio externo – enraizada na recusa de muitos alemães para aceitar que seu império tinha sido bastante chacoalhado – provocou o pior de todos os resultados possíveis: um colapso completo da moeda e da própria economia. No final de 1923, havia aproximadamente $4{,}97 \times 10^{20}$ marcos em circulação. Vinte bilhões de notas de marcos estavam em circulação no uso diário. O índice de inflação anual chegou ao pico de 182 bilhões por cento. Os preços estavam, em média, 1,26 trilhões de vezes mais altos do que estiveram em 1913. É verdade que houvera benefícios de curto prazo. Ao desencorajar a poupança e encorajar o consumo, a inflação acelerada tinha estimulado a produção e o emprego até o último trimestre de 1922. O marco depreciado, como vimos, havia estimulado as exportações alemãs. Mas o colapso de 1923 foi ainda mais severo por ter sido adiado. A produção industrial caiu à metade do seu

nível de 1913. O desemprego disparou para, no seu auge, um quarto dos membros dos sindicatos, com outro quarto trabalhando meio período. O pior de tudo foi o trauma social e psicológico causado pela crise. “A inflação é um fenômeno de multidão no sentido mais estrito e mais concreto da palavra”, escreveu mais tarde Elias Canetti sobre sua experiência juvenil numa Frankfurt abalada pela inflação. “[Ela é] um sabat da desvalorização, no qual os homens e as unidades do seu dinheiro confundem-se da maneira mais estranha. Um simboliza o outro, os homens se sentindo tão ‘mal’ quanto o dinheiro; e isso se torna pior e pior. Juntos, todos estão à mercê desse dinheiro ruim e, *juntos*, sentem-se igualmente desprovidos de valor”.[60]

O preço da hiperinflação: uma nota de um bilhão de marcos de novembro de 1923

Estar desprovido de valor era o principal produto da hiperinflação. Não somente o dinheiro passava a não valer nada; também acontecia o mesmo com todas as formas de riqueza e de renda fixada em relação àquele dinheiro. Isso incluía os títulos. A hiperinflação não poderia eliminar a dívida externa da Alemanha, que tinha sido fixada na moeda pré-guerra. Mas poderia e pôde apagar toda a dívida interna que fora acumulada durante e depois da guerra, nivelando a montanha de dívida como um devastador terremoto econômico. O efeito era aparentado com um imposto: um imposto não apenas sobre os donos dos títulos, mas também sobre qualquer pessoa que vivesse com uma renda fixa de dinheiro. Isso resultou num grande nivelamento, porque afetou primariamente as classes médias mais altas: *rentiers*, funcionários civis mais graduados, profissionais. Somente os empresários ficaram numa posição insular, ajustando os preços para cima, armazenando dólares, investindo em “ativos reais” (como casas ou fábricas) e pagando dívidas com notas bancárias depreciadas. O duradouro legado econômico da hiperinflação foi bastante ruim: bancos enfraquecidos e taxas de juros cronicamente elevadas, que então tinham incorporado um ágio contra o risco de uma

inflação substancial. Mas muito mais penosas foram as consequências sociais e políticas da hiperinflação alemã. Em 1913, o economista inglês John Maynard Keynes teorizara que a "eutanásia dos *rentiers*" através da inflação era preferível ao desemprego em massa através da deflação – "porque, num mundo empobrecido, é pior provocar o desemprego do que desapontar o *rentier*".[61] Ainda assim, quatro anos antes, ele mesmo fizera um relato vívido das consequências negativas da inflação:

> Num processo contínuo de inflação, o governo pode confiscar, secretamente e despercebido, uma parte importante da riqueza dos seus cidadãos. Por esse método, ele não apenas confisca, mas confisca *arbitrariamente*; e, enquanto o processo empobrece muitos, na verdade enriquece alguns. A visão desse arranjo arbitrário de ricos atinge não apenas a segurança, mas a confiança na equidade da distribuição existente de renda. Aqueles para os quais o sistema traz uma sorte inesperada... se tornam "aproveitadores", e são objeto do ódio da burguesia, a quem a inflação empobreceu não menos do que o proletariado. Enquanto a inflação procede... todas as relações permanentes entre devedores e credores, que formam o fundamente definitivo do capitalismo, se tornam tão completamente desordenadas que passam a ser insignificantes...[62]

Foi a Lênin que Keynes atribuiu a percepção de que: "Não existem meios mais sutis e mais seguros de virar a base existente da sociedade do que corromper sua moeda". Nenhum registro dessa afirmação de Lênin sobreviveu, mas seu companheiro bolchevique Yevgeni Preobrajenski[******] descreveu a máquina de imprimir dinheiro como "a metralhadora do Comissariado de Finanças, que despejou fogo na retaguarda do sistema burguês".[63]

O exemplo russo é um lembrete de que a Alemanha não foi o único país derrotado a sofrer hiperinflação depois da I Guerra Mundial. A Áustria – como também a Hungria e a Polônia, havia pouco independentes – também sofreram colapsos comparavelmente ruins da sua moeda entre 1917 e 1924. No caso russo, a hiperinflação veio depois que os bolcheviques deixaram de pagar completamente toda a dívida tsarista. Donos de títulos sofreriam destinos similares no restolho da II Guerra Mundial, quando a Alemanha, a Hungria e a Grécia viram suas moedas e seus mercados de títulos despencarem por completo.[*******]

Se a hiperinflação fosse exclusivamente associada com os custos de perder guerras mundiais, seria relativamente fácil de compreender. Ainda assim, existe um quebra-cabeça. Em tempos mais recentes, numerosos países têm sido levados a não pagar suas dívidas – ou diretamente pela suspensão do pagamento de juros, ou indiretamente, pela degradação da moeda na qual suas dívidas são nominadas – como resultado de desastres muito menos sérios. Por que o espectro da hiperinflação não foi banido junto com o espectro do conflito global?

O chefe da PIMCO, Bill Gross, começou sua carreira de fazedor de dinheiro como jogador de *blackjack*, em Las Vegas. Na sua opinião, sempre existe um elemento de aposta envolvido quando um investidor compra um título. Parte daquela aposta é que um crescimento na inflação não consumirá o valor dos pagamentos dos juros anuais do título. Como Gross explica: "Se a inflação sobe até 10%, e o valor do índice fixo de juros é de somente 5%, então isso basicamente significa que o dono do título está caindo 5% atrás da inflação". Como já vimos,

o perigo do crescimento da inflação é que ela erode o poder de compra, tanto da soma do capital investido quanto do devido pagamento dos juros. E é por isso que, no primeiro sopro de inflação alta, os preços dos títulos tendem a cair. Mesmo em um período tão recente quanto nos anos 1970, enquanto a inflação disparava pelo mundo, o mercado de títulos fez um cassino em Nevada parecer um lugar bastante seguro para investir seu dinheiro. Gross relembra vividamente a época em que a inflação dos Estados Unidos estava chegando aos dois dígitos, batendo perto de 15% em abril de 1980. Como ele analisa: “aquilo não foi muito amigável para os títulos, e produziu... talvez o pior mercado de títulos, não apenas na memória, mas na história”. Para ser preciso, os verdadeiros ganhos anuais sobre os títulos do governo dos Estados Unidos nos anos 1970 foram – 3%, quase tão ruim quanto durante os anos inflacionários das guerras mundiais. Atualmente, somente um punhado de países tem índices de inflação acima de 10%, e apenas um, o Zimbábue, vive com uma hiperinflação.******** Mas, em 1979, pelo menos sete países tinham um índice de inflação anual acima de 50%, e mais de sessenta países, inclusive a Grã-Bretanha e os Estados Unidos, tinham inflação de dois dígitos. Entre os países mais afetados, nenhum sofreu um dano mais longo e mais severo do que a Argentina.

Outrora, a Argentina era um apelido para a prosperidade. O próprio nome do país significa a terra da prata. O rio, em cujas margens a capital Buenos Aires foi estabelecida, é o rio de la Plata – rio da Prata – uma referência não à sua cor, que é marrom barrenta, mas aos depósitos de prata que supostamente existem no seu nascedouro. Em 1913, de acordo com estimativas recentes, a Argentina era um dos dez países mais ricos do mundo. Fora do mundo de fala inglesa, o Produto Interno Bruto/PIB só era maior na Suíça, Bélgica, Países Baixos e Dinamarca. Entre 1870 e 1913, a economia da Argentina cresceu mais rápido do que a dos Estados Unidos, e também do que a da Alemanha. Havia quase tanto capital estrangeiro investido no país quanto no Canadá. Não é coincidência que outrora havia apenas duas lojas Harrods no mundo: uma em Knightsbridge, em Londres, a outra na avenida Florida, em Buenos Aires. A Argentina podia, de modo verossímil, aspirar a ser o Reino Unido, se não os Estados Unidos, do hemisfério sul. Em fevereiro de 1946, quando o novo presidente do país, o general Juan Domingo Perón, visitou o banco central em Buenos Aires, ele ficou assombrado com o que viu. “Existe tanto ouro”, disse maravilhado, “que você mal consegue andar pelos corredores.”

A história econômica da Argentina no século XX é uma prova de que todos os recursos do mundo podem ser reduzidos a zero com uma má administração financeira. Particularmente depois da II Guerra Mundial, o país consistentemente teve um desempenho pior do que os seus vizinhos e a maior parte do resto do mundo. Tão miseravelmente ele passou pelos anos 1960 e 1970, por exemplo, que seu PIB em 1988 era o mesmo de 1959. Em 1998, ele havia despencado para 34% do nível do PIB dos Estados Unidos, comparado com o nível de 72% em 1913. O país foi ultrapassado, entre outros, por Cingapura, Japão, Taiwan e Coreia do Sul – não esquecendo, o mais doloroso de todos, o país ao lado, o Chile. O que deu errado? Uma

resposta possível é a inflação, que estava com duplos dígitos entre 1945 e 1956, entre 1956 e 1968, e entre 1970 e 1974; e com três, ou quatro dígitos entre 1975 e 1990, chegando ao pico de um índice anual de 5.000% em 1989. Outra resposta é o não pagamento das suas dívidas: a Argentina desonrou seus compromissos com os credores estrangeiros em 1982, 1989, 2002 e 2004. Ainda assim, essas respostas não bastam. A Argentina tinha vivido sob uma inflação de dois dígitos durante pelo menos oito anos, entre 1870 e 1914. E deixou de pagar suas dívidas duas vezes pelo menos, no mesmo período. Para compreender o declínio econômico da Argentina é necessário, mais uma vez, ver que aquela inflação foi tanto um fenômeno político quanto monetário.

Uma oligarquia de donos de terras tentou basear a economia do país nas exportações agrícolas para o mundo de fala inglesa, um modelo que compreensivelmente fracassou na Grande Depressão. A imigração em larga escala sem (como na América do Norte) a disponibilização da terra ocupada pela agricultura para o estabelecimento de novos povoamentos, criou uma classe trabalhadora urbana desproporcional que era altamente suscetível à mobilização populista. Repetidas intervenções militares na política, começando com o golpe que instalou José F. Uriburu no poder em 1930, pavimentou o caminho para um novo tipo de política quase fascista sob Perón, que pareceu oferecer algo para todos: melhores salários e melhores condições para os trabalhadores, e tarifas protecionistas para os industriais. A alternativa antitrabalhista a Perón, que foi tentada entre 1955 (quando ele foi deposto) e 1966, se baseou na desvalorização da moeda para tentar reconciliar os interesses da agricultura e da indústria. Em 1966, outro golpe militar prometeu uma modernização tecnológica, mas, em vez disso, ofereceu outra desvalorização da moeda e uma inflação ainda mais alta. O retorno de Perón em 1973 foi um fiasco, pois coincidiu com o início do surgimento de uma inflação global. A inflação anual chegou a 444%. Mas outro golpe militar mergulhou a Argentina na violência, quando o *Proceso de Reorganización Nacional* condenou milhares de pessoas a uma detenção arbitrária e ao “desaparecimento”. Em termos econômicos, a junta militar não conseguiu nada além de encilhar a Argentina com uma dívida externa progressivamente maior, que em 1984 excedeu em 60% o PIB (embora esse tivesse menos da metade do nível de endividamento atingido no começo dos anos 1900). Como acontece tão frequentemente em crises inflacionárias, a guerra teve o seu papel: internamente contra supostos subversivos, externamente contra a Grã-Bretanha a respeito da posse das ilhas Falklands, ou Malvinas, como a chamam os argentinos. Ainda assim, seria errado ver isso como mais outro caso de um regime derrotado, liquidando suas dívidas através da inflação. O que tornou a inflação da Argentina tão inadministrável não foi a guerra, mas a constelação de forças sociais: os oligarcas, os *caudillos*, os interesses dos grupos produtivos e os sindicatos – não esquecendo as subclasses empobrecidas, ou *descamizados* (literalmente, os sem-camisa). Para dizê-lo simplesmente, não havia qualquer grupo significativo interessado na estabilização dos preços. Os donos do capital estavam atraídos pelos *deficits* e pela desvalorização; os donos do trabalhismo se acostumaram com a espiral de preços e de

salários. A mudança gradual do financiamento doméstico dos *deficits* do governo para o financiamento externo significou que a posse de títulos era terceirizada.[64] É contra esse pano de fundo que o fracasso dos sucessivos planos para a estabilização da moeda argentina deve ser compreendido.

Em seu conto "O jardim de veredas que se bifurcam", o maior escritor argentino, Jorge Luis Borges, imaginou a escrita de um sábio chinês, Ts'ui Pên:

> Em todas as obras ficcionais, a cada vez que o homem é confrontado com várias alternativas, ele escolhe uma e elimina as outras; na ficção de Ts'ui Pên, ele escolhe – simultaneamente – todas elas. Ele cria, dessa maneira, diversos futuros; diversos tempos que também proliferam e se bifurcam... Na obras de Ts'ui Pên, todos os resultados possíveis acontecem; cada um é o ponto de partida para outras bifurcações... [Ts'ui Pên] não acreditava num tempo uniforme, absoluto. Ele acreditava numa série infinita de tempos, numa rede crescente, estonteante de tempos paralelos e divergentes.[65]

Essa não é uma má metáfora para a história financeira da Argentina nos últimos trinta anos. Quando Bernardo Grinspun tentou o reescalonamento da dívida e uma administração de demanda keynesiana, Juan Sourrouille tentou a reforma da moeda (o Plano Austral), junto com o controle dos salários e dos preços. Nenhum foi capaz de desviar os críticos interesses dos grupos sociais da sua própria trilha bifurcada. Os gastos públicos continuaram a exceder o rendimento dos impostos; os argumentos para um fim prematuro do controle dos salários e dos preços prevaleceram; a inflação retornou depois da mais frágil das estabilizações. As trilhas bifurcadas, final e calamitosamente, reconvergiram em 1989: o *annus mirabilis* no Leste Europeu, o *annus horribilis* na Argentina.

Em fevereiro de 1989, a Argentina estava vivendo um dos verões mais quentes registrados na sua história. O sistema elétrico de Buenos Aires lutava para funcionar. As pessoas se acostumaram às cinco horas de corte diário de energia. Os bancos e as casas de câmbio receberam ordem para fechar, porque o governo estava tentando impedir o colapso da taxa de câmbio da moeda. Ele fracassou: no espaço de apenas um mês, o austral caiu 140% em relação ao dólar. Ao mesmo tempo, o Banco Mundial congelou os empréstimos para a Argentina, dizendo que o governo não tinha conseguido resolver o problema do *deficit* inflado do seu setor público. Os emprestadores do setor privado não estavam igualmente entusiasmados. Dificilmente investidores comprariam títulos com a perspectiva de que a inflação anularia seu valor real em dias. Quando o medo de que as reservas do Banco Central estavam acabando começou a crescer, o preço dos títulos despencou. Havia apenas uma opção para um governo desesperado: a máquina impressora. Mas até mesmo isso fracassou. Numa sexta-feira, dia 28 de fevereiro, a Argentina literalmente ficou sem dinheiro. "É um problema material, físico", disse o vice-presidente do Banco Central, Roberto Eilbaum, numa entrevista coletiva à imprensa. A Casa da Moeda simplesmente ficou sem papel e os impressores entraram em greve. "Eu não sei como, nem o que vamos fazer, mas o dinheiro tem que estar lá na segunda-feira", ele confessou.

Em junho, com o índice da inflação *mensal* subindo a mais de 100%, a frustração popular

chegou ao ponto de ebulição. Já em abril, os fregueses de um supermercado de Buenos Aires tinham virado as bancadas cheias de produtos depois que a administração anunciou pelo alto-falante que todos os preços aumentariam 30% naquele exato momento. Durante dois dias de junho, na segunda maior avenida da cidade, a Rosário, multidões furiosas investiram numa erupção de saque e destruição que deixou pelos menos quatorze pessoas mortas. Como na República de Weimar, entretanto, os principais perdedores da hiperinflação argentina não foram os trabalhadores comuns, que mantiveram uma chance melhor de igualar as altas dos preços com os aumentos salariais; mas, sim, aqueles que dependiam das rendas fixadas em relação à moeda, como os funcionários públicos ou os acadêmicos, que recebiam salários inflexíveis, ou os pensionistas que viviam dos juros das suas poupanças. E, como na Alemanha dos anos 1920, os principais beneficiados foram aqueles com grandes dívidas, as quais praticamente foram apagadas pela inflação. Entre esses beneficiados estava o próprio governo, na medida em que o dinheiro que ele devia era designado em austrais.

Mas os argentinos não conseguiram se livrar de todas as suas dívidas. Em 1983, a dívida externa do país, que era designada em dólares, somava US$ 46 bilhões, o equivalente a 40% da produção nacional. Não importava o que acontecesse com a moeda argentina, essa dívida designada em dólares permanecia a mesma. De fato, ela aumentou ainda mais por causa dos empréstimos desesperados do governo de mais dólares. Em 1989, a dívida externa do país estava acima de US$ 65 bilhões. Durante a década seguinte ela continuaria a crescer, até chegar a US$ 155 bilhões. Os credores domésticos já tinham sido esbulhados por causa da inflação. Mas somente a decisão aberta de não pagar suas dívidas poderia livrar a Argentina do peso da sua dívida externa. Como vimos, antes a Argentina já tinha seguido por essa trilha mais de uma vez. Em 1860, os Irmãos Baring chegaram à beira da falência por causa dos seus investimentos em ações e títulos argentinos (notadamente uma emissão fracassada de títulos para a Companhia de Suprimento de Água e Esgoto de Buenos Aires), quando o governo argentino não pagou sua dívida externa. Foram os rivais dos Baring, os Rothschild, que persuadiram o governo britânico a contribuir com 1 milhão de libras para o que se tornou o fundo de fiança de US$ 17 bilhões, sob o argumento de que o colapso do Barings seria "uma calamidade terrível para o comércio inglês em todo o mundo".[66] E foi também o primeiro *Lord* Rothschild quem presidiu o comitê de banqueiros organizado para impor uma reforma aos obstinados argentinos. Empréstimos futuros seriam condicionados pela reforma da moeda que estabilizasse o peso em relação ao ouro, através de um conselho monetário independente e inflexível.[67] Um século depois, entretanto, os Rothschild estavam mais interessados nos vinhedos argentinos do que na dívida argentina. Foi o Fundo Monetário Internacional/FMI que teve de realizar a ingrata tarefa de tentar evitar (ou pelo menos mitigar os efeitos) de um calote argentino. Mais uma vez, o remédio foi um conselho monetário, dessa vez estabilizando o peso em relação ao dólar.

Quando o novo *peso convertible* foi introduzido pelo ministro das Finanças, Domingos Cavallo, era a sexta moeda argentina no espaço de um século. Mas essa busca de solução

também terminou em fracasso. É verdade que a inflação foi zerada e ficou negativa em 1999. Mas o desemprego se mantinha a 15% e a desigualdade de renda estava apenas marginalmente melhor do que na Nigéria. Além disso, o estrangulamento monetário jamais foi acompanhado pelo estrangulamento fiscal; a dívida pública cresceu de 35% do PIB, no final de 1994, para 64% no final de 2001, já que o governo central e os provinciais recorriam, do mesmo jeito, ao mercado internacional de títulos, em vez de equilibrar seus orçamentos. Em resumo, a despeito da estabilização da moeda e, até mesmo, de cortar a inflação, Cavallo fracassou, pois não conseguiu mudar as subjacentes tendências sociais e institucionais, que já tinham causado tantas crises monetárias no passado. O palco foi montado e arrumado para outro calote argentino, e mais outra moeda. Depois de dois empréstimos ponte, em janeiro (US$ 15 bilhões) e em maio (US$ 8 bilhões), o FMI declinou de jogar uma terceira linha. No dia 23 de dezembro de 2001, no final de um ano no qual a renda *per capita* declinara angustiantes 12%, o governo anunciou uma moratória da totalidade da sua dívida externa, incluindo títulos no valor de US$ 8 bilhões: em termos nominais, o maior calote na história.

A história da Argentina ilustra que o mercado de títulos é menos poderoso do que se possa a princípio parecer. A média da base de 295 pontos do *spread* entre os títulos argentinos e ingleses nos anos 1880 dificilmente compensara investidores, como os Baring, para os riscos que estavam correndo ao investir na Argentina. Da mesma maneira, a média de 664 pontos básicos do *spread* entre os títulos argentinos e americanos de 1998 a 2000 diminuiu significantemente o preço do risco do calote, quando a moeda estabilizada por Cavallo começou a desmoronar. Quando o não pagamento foi anunciado, o *spread* subiu para 5.500; em março de 2002, ele estava acima de 7.000 pontos básicos. Depois de negociações dolorosamente prolongadas (houve 152 variedades de papéis envolvidos, denominados em seis moedas diferentes, e governados por oito jurisdições), a maioria de aproximadamente 500.000 credores concordou em aceitar novos títulos valendo cerca de 35 centavos sobre o dólar, um dos mais drásticos "cortes" na história do mercado de títulos.[68] Tão bem-sucedido foi o calote argentino (o crescimento econômico subiu desde então, enquanto o *spread* dos títulos está de volta à esfera de 300-500 pontos básicos), que muitos economistas ficaram matutando por que há governos devedores que honram seus compromissos com os donos estrangeiros dos seus títulos.69

A Ressurreição do *Rentier*

Como já vimos, nos anos 1920 Keynes previu "a eutanásia do *rentier*", antecipando que a inflação acabaria comendo toda a riqueza de papel daqueles que tivessem colocado seu dinheiro em títulos do governo. Na nossa época, entretanto, assistimos à miraculosa ressurreição do dono de título. Depois da Grande Inflação dos anos 1970, os trinta anos passados têm visto um país depois do outro reduzir a inflação a um único dígito.[70] (Mesmo na Argentina, o índice oficial da inflação está abaixo de 10%, embora estimativas não oficiais

compiladas pelas províncias de Mendoza e de San Luis a coloquem acima de 20%.) E como a inflação caiu, então os títulos reanimaram o que tem sido um dos maiores mercados de títulos em alta da história moderna. Ainda mais extraordinário, a despeito do espetacular calote argentino – para não mencionar o da Rússia em 1998 – os *spreads* nos mercados emergentes de títulos têm diminuído regularmente, atingindo níveis bem baixos no começo de 2007, dos quais não tínhamos notícias desde antes da I Guerra Mundial, deixando implícita uma inabalável confiança no futuro econômico. Os rumores sobre a morte do Mr. Bond [Sr. Título] já se provaram claramente exagerados.

A inflação caiu em parte porque muitos dos itens que compramos, de roupas a computadores, ficaram mais baratos como resultado da inovação tecnológica e da relocalização da produção para as economias de baixos salários da Ásia. Ela também foi reduzida por causa de uma transformação mundial na política monetária, que começou com os aumentos inspirados no monetarismo em índices de curto prazo, implementados pelo Banco da Inglaterra e o Federal Reserve dos Estados Unidos, no final dos anos 1970 e começo dos anos 1980; isso continuou com a multiplicação da independência dos bancos centrais dos países e de objetivos explícitos nos anos 1990. Igualmente importante, como o caso argentino mostra, alguns dos condutores estruturais da inflação também enfraqueceram. Os sindicatos se tornaram menos poderosos. Indústrias estatais que perdiam dinheiro têm sido privatizadas. Mas, talvez mais importante que tudo, a clientela social com um interesse em reais lucros positivos dos títulos tem crescido. No mundo desenvolvido, uma crescente parte da riqueza é possuída por fundos privados de pensão e outras instituições de poupança, dos quais é exigido, ou pelo menos deles se espera, que mantenham uma elevada proporção dos seus ativos na forma de títulos do governo e outros investimentos de renda fixa. Em 2007, uma pesquisa dos fundos de pensão nas onze maiores economias do mundo revelou que os títulos somavam mais de um quarto dos seus ativos, proporção substancialmente mais baixa do que em décadas anteriores, mas ainda assim uma parcela substancial.[71] Na medida em que os anos passam, a proporção da população que vive da renda desses fundos tem aumentado, do mesmo modo que cresce a parcela de aposentados.

O que nos leva de volta à Itália, a terra onde o mercado de títulos nasceu. Em 1965, na véspera da Grande Inflação, apenas 10% dos italianos tinham 65 ou mais anos. Hoje a proporção é duas vezes maior: em torno de um quinto da mesma população. E, para 2050, as Nações Unidas já projetaram que essa proporção estará um pouco abaixo de um terço. Nessa sociedade que envelhece, existe uma imensa e crescente necessidade de investimentos de renda fixa e de inflação baixa para assegurar que os juros que eles pagam mantenham seu poder de compra. Na medida em que mais e mais pessoas deixam a força de trabalho, *deficits* recorrentes do setor público asseguram que o mercado de títulos nunca deixará de ter títulos para vender. E o fato de que a Itália tem entregado sua soberania monetária ao European Central Bank [Banco Central Europeu] significa que jamais haverá outra oportunidade para os políticos italianos imprimirem dinheiro e dispararem a espiral inflacionária.

Isso não significa, entretanto, que o mercado de títulos domina o mundo no sentido que James Carville expressou. De fato, a espécie de disciplina, que ele associou ao mercado de títulos nos anos 1990, tem sido conspícua por sua ausência sob o sucessor do presidente Clinton, George W. Bush. Meses antes da eleição do presidente Bush, no dia 7 de setembro de 2000, o Relógio da Dívida Nacional em Times Square, em Nova York, foi encerrado. Naquele dia, se podia ler o seguinte: "Nossa dívida nacional: US$ 5.676.989.904.887. A parcela da sua família: US$ 73.733". Depois de três anos de *superavit* no orçamento, ambos os candidatos estavam falando sobre o pagamento da dívida nacional como um projeto viável. De acordo com a CNN,

> O candidato democrata à presidência, Al Gore, delineou um plano que, segundo disse, eliminaria a dívida em 2012. Conselheiros econômicos do governador do Texas, e candidato republicano à presidência, George W. Bush, concordam com o princípio de pagar a dívida, mas não se comprometeram com uma determinada data para eliminá-la.[72]

Aquela falta de compromisso da parte do candidato republicano foi, de certo modo, uma sugestão, um sinal. O governo Bush administrou um *deficit* orçamentário em sete dos oito anos do seu governo. A dívida federal cresceu de US$ 5 trilhões para mais de US$ 9 trilhões. O Congressional Budget Office [Comissão do Orçamento do Congresso] prevê um aumento continuado para mais de US$ 12 trilhões em 2017. Mas, longe de estar punindo esse desregramento, o mercado de títulos tem recompensado-o positivamente. Entre dezembro de 2000 e junho de 2003, o rendimento sobre os títulos de dez anos do tesouro *declinou* de 5,24% para 3,33%, e permanece apenas um pouco acima de 4% na época em que escrevo este livro.

Entretanto, é impossível achar o sentido dessa "charada" – "*conundrum*" foi a palavra que Alan Greenspan usou para chamar esse fracasso dos rendimentos dos títulos, de reagirem aos aumentos das taxas dos juros de curto prazo[73] – através do estudo isolado do mercado de títulos. Por conta disso, agora deixamos para trás o mercado da dívida dos governos para sair atrás do seu irmão mais moço, e de muitas maneiras mais dinâmico: o mercado para ações em *corporate equity* – patrimônio líquido corporativo – conhecido coloquialmente como o mercado de ações.

---

* Isso não deve ser confundido com o rendimento do vencimento, que leva em conta a quantidade de tempo antes que o título seja resgatado ao par pelo governo emitente.

** Do Consolidated Fund veio o nome *consols*, para os novos títulos padronizados do governo britânico.

*** Num determinado ponto, quando o diretor do Tesouro da Prússia, Christian Rother, tentou modificar os termos depois do contrato do empréstimo ter sido assinado, Nathan explodiu: "Caro amigo, agora eu cumpri meu dever por Deus, seu rei, e o ministro das Finanças Von Rother, meu dinheiro já foi todo para você em Berlim... agora é sua vez e seu dever para os seus, o de manter a sua palavra e não aparecer com coisas novas, e tudo deve permanecer como foi acordado entre homens como nós, e é isso que eu esperava, como pode ver pelas minhas remessas de dinheiro. A intriga ali nada pode fazer contra N. M. Rothschild, ele tem o dinheiro, a força e o poder, a intriga só tem impotência, e o rei da Prússia, meu príncipe Hardenberg e o ministro Rother deveriam estar satisfeitos e agradecer a Rothschild, que está remetendo tanto dinheiro [e] construindo o crédito

da Prússia". Que um menino judeu nascido no gueto de Frankfurt pudesse escrever nesses termos para uma autoridade graduada prussiana fala volumes sobre a revolução social que Nathan Rothschild e seus irmãos personificaram.

**** Esse analista foi J. A. Hobson, autor do livro *Imperialismo: um estudo* (1902). Embora ainda renomado como um dos primeiros críticos liberais do imperialismo, Hobson articulava uma hostilidade classicamente antissemita em relação às finanças: "Ao lidar com grandes quantidades de ações, títulos e valores, em companhias instáveis, ao manipular a flutuação dos valores, os magnatas das bolsas de valores encontram seus ganhos. Esses grandes negócios – os bancários, corretagens, descontos de promissórias, flutuação de empréstimos, promoção de empresas – formam o gânglio central do capitalismo internacional. Unidos pelos laços mais fortes da organização, sempre em contato, mais próximo e mais rápido, uns com os outros, situados no próprio âmago do capital e dos negócios de todos os Estados, controlados principalmente, pelo menos no que se refere à Europa, por homens de uma raça única e peculiar, que têm, por trás deles, muitos séculos de experiência financeira, eles estão numa posição excepcional para controlar a política das nações".

***** Na linguagem dos economistas, a relação pode ser simplificada como MV = PQ, onde o M é a quantidade de dinheiro em circulação, V é a velocidade do dinheiro (frequência das transações), P é o nível de preço e Q é o valor real de todas as transações.

****** Assassinato, em vez de eutanásia, foi o forte de Preobrajenski; entre os líderes bolcheviques, ele foi o mais diretamente implicado na execução do tsar Nicolau II e sua família.

******* A inflação mais elevada jamais registrada na história foi na Hungria, em julho de 1946, quando os preços subiram 4,19 quintilhões por cento (419 seguido de dezesseis zeros).

******** No momento em que escrevo este livro (março de 2008), um funeral no Zimbábue custa 1 bilhão dos dólares nacionais. O índice de inflação do país é 100.000%.

3
Inflando Bolhas

A cordilheira dos Andes se estende por mais de 6.500 quilômetros como uma espinha recortada e tortuosa para baixo, no lado oeste do continente sul-americano. Formada aproximadamente há cem milhões de anos, quando a placa tectônica Nazca começou seu lento, mas tumultuado deslizamento por baixo da lâmina da América do Sul, seu pico mais alto, o monte Aconcágua na Argentina, se eleva a mais de 6.700 metros acima do nível do mar. O irmão chileno menor do Aconcágua permanece como uma cintilante sentinela branca ao redor de Santiago. Mas é somente quando se chega ao planalto boliviano que realmente se consegue perceber a escala dos Andes. Quando as nuvens de chuva se dispersam na estrada de La Paz ao lago Titicaca, as montanhas dominam a linha da paisagem, traçando uma serra denteada estonteante e irregular através do horizonte.

Olhando para os Andes, é difícil imaginar que qualquer tipo de organização humana pudesse ultrapassar uma barreira natural tão vasta. Mas, para uma empresa americana, os picos denteados não foram mais amedrontadores do que as densas florestas da região amazônica, que repousam a leste deles. A empresa começou a construir um gasoduto da Bolívia, através do continente para a costa leste do Brasil, e outro – o mais longo do mundo – da ponta extrema da Patagônia para Buenos Aires, a capital argentina.

Esses grandes esquemas, que exemplificam a confiante ambição do capitalismo moderno, foram possíveis por causa da invenção de uma das mais fundamentais instituições do mundo moderno: a empresa. É a empresa que permite a milhares de indivíduos juntarem seus recursos para projetos arriscados de longo prazo que exigem o investimento de vastas somas de capital antes que os lucros possam ser auferidos. Depois do advento dos negócios bancários e do nascimento do mercado de títulos, o passo seguinte na história da ascensão do dinheiro foi, consequentemente, o aparecimento da corporação de risco limitado, uma sociedade por ações, ou anônima: acionária porque o capital da empresa é possuído conjuntamente por múltiplos

investidores; de risco limitado, porque a existência separada da empresa como uma "pessoa jurídica" protegia os investidores de perder toda a sua riqueza se o empreendimento fracassasse. Seu risco era limitado ao dinheiro que eles usaram para comprar uma participação na companhia. Empresas menores podem funcionar muito bem na base de parcerias. Mas aquelas que aspiram conquistar continentes precisam funcionar sob a forma de uma companhia acionária.[1]

Entretanto, a capacidade das companhias para transformar a economia global dependia de outra inovação relacionada. Na teoria, os administradores das companhias acionárias devem, supostamente, ser vigiados e supervisionados por acionistas, que comparecem a reuniões anuais e procuram exercer influência direta ou indireta através de diretores não executivos. Na prática, a disciplina primária sobre as companhias é exercida pelas bolsas de valores, onde um número quase infinito de pequenas fatias de companhias (chame-as de ações, cotas, interesse ou *equities*, como preferir) é comprado e vendido a cada dia. Em essência, o preço que as pessoas estão dispostas e preparadas para pagar por um pedaço de uma companhia mostra quanto dinheiro eles pensam que aquela companhia vai fazer no futuro. Com efeito, as bolsas de valores mantêm referendos a cada hora sobre companhias cujas ações estão sendo negociadas: sobre a qualidade da sua administração, sobre o apelo dos seus produtos, sobre as perspectivas dos seus mercados principais.

Mas as bolsas de valores possuem uma existência própria. O futuro é incerto, numa grande medida, então nossas avaliações do lucro futuro das companhias tendem a variar. Se todos fôssemos máquinas de calcular, processaríamos simultaneamente todas as informações disponíveis e chegaríamos à mesma conclusão. Mas somos seres humanos e, como tal, propensos à miopia e a oscilações de humor. Quando os preços das bolsas de valores sobem simultaneamente, como acontece com frequência, é como se os investidores estivessem juntos e aferrados a uma espécie de euforia coletiva: o que Alan Greenspan, o antigo presidente do Federal Reserve, o banco central americano, memoravelmente chamou de exuberância irracional.[2] Inversamente, quando os "espíritos animais" de investidores pulam da ganância para o medo, a bolha da sua euforia anterior pode explodir com espantosa brusquidão. As imagens mentais zoológicas são, naturalmente, parte da cultura das bolsas de valores. Compradores otimistas de ações são touros, vendedores pessimistas são ursos. Nos nossos dias, dizem que os investidores são uma espécie de rebanho eletrônico, pastando alegremente sobre retornos positivos num determinado momento, depois correndo em debandada – o "estouro da boiada" – para o portão do próximo pasto verdejante. O ponto real, entretanto, é que as bolsas de valores são espelhos da psique *humana*. Como o *homo sapiens*, elas podem ficar deprimidas. Podem até mesmo sofrer esgotamentos e colapsos completos. Ainda assim, a esperança – ou é amnésia? – sempre parece capaz de triunfar sobre as más experiências.

Nos quatrocentos anos desde que ações foram compradas e vendidas pela primeira vez, tem havido uma série de bolhas financeiras. Repetidamente, os preços das ações disparam para níveis insustentáveis, apenas para despencarem novamente. Repetidamente, esse

processo tem sido acompanhado por trapaças, quando *insiders* inescrupulosos tentam lucrar à custa de neófitos ingênuos. Tão familiar é esse padrão que é possível destilá-lo em cinco estágios:

1. *Deslocamento*: alguma mudança nas circunstâncias econômicas cria oportunidades novas e lucrativas para determinadas companhias.
2. *Euforia* ou excesso de transações: um processo de retroalimentação se manifesta, por meio do qual os lucros crescentes já esperados provocam um rápido aumento no preço das ações.
3. *Mania* ou bolha: a perspectiva de ganhos fáceis de capital atrai investidores de primeira viagem, os neófitos, e mais os escroques e os vigaristas ansiosos para esbulhá-los e despojá-los do seu dinheiro.
4. *Aflição*: os *insiders* percebem que os lucros esperados não podem absolutamente justificar os preços das ações, então exorbitantes, e começam a lucrar vendendo antes do resto dos investidores.
5. *Reviravolta* ou descrédito: na medida em que os preços das ações caem, todos os *outsiders* correm em debandada para as saídas, provocando a explosão simultânea da bolha.[3]

As bolhas das bolsas de valores possuem três outros tipos de características recorrentes. A primeira é o papel do que às vezes é referido como a informação assimétrica. *Insiders* – aqueles preocupados com a administração das companhias bolhas – sabem muito mais do que os *outsiders*, com cujo dinheiro os *insiders* querem ficar. Essas assimetrias sempre existem no ramo dos negócios, naturalmente, mas numa bolha os *insiders* as exploram fraudulentamente.[4] O segundo tema é o papel do fluxo do capital que cruza fronteiras. As bolhas ocorrem com maior probabilidade quando o capital flui livremente de um país para outro. O especulador experiente, baseado num centro financeiro importante, pode não ter o conhecimento das entranhas do negócio que um verdadeiro *insider* possui. Mas é mais provável que ele consiga acertar na mosca no momento oportuno – comprando mais cedo e vendendo antes do estouro da bolha – do que o ingênuo investidor de primeira viagem. Em outras palavras, numa bolha, nem todo o mundo é irracional; ou, pelo menos, alguns dos exuberantes são menos irracionais do que os outros. Finalmente, e muito mais importante, uma bolha verdadeira não pode ocorrer sem a criação do crédito fácil. E é por isso que muitas bolhas têm sua origem nos pecados da omissão ou da comissão dos bancos centrais.

Nada ilustra mais claramente como os seres humanos acham difícil aprender da história do que a história repetida das bolhas da bolsa de valores. Considere como os leitores da revista *Business Week* viam o mundo em dois momentos no tempo, separados apenas por vinte anos. No dia 13 de agosto de 1979, a capa da revista apresentava um certificado amassado de ações na forma de uma flecha de papel espatifada sob a seguinte manchete: “A morte das

equities: como a inflação está destruindo a bolsa de valores". Os leitores não tiveram a menor dúvida sobre a magnitude da crise:

> Há muito tempo as massas trocaram as ações pelos investimentos com maiores margens de rendimento, e mais proteção contra a inflação. Agora, os fundos de pensão – a última esperança do mercado – receberam permissão para deixar as ações e os títulos pelo mercado imobiliário, títulos a termo, ouro e, até mesmo, diamantes. A morte das *equities* parece ser uma condição quase permanente.[5]

Naquele dia, a média industrial do Dow Jones, o mais antigo índice da bolsa de valores dos Estados Unidos, fechou em 875 pontos, muito pouco diferente do seu nível de dez anos antes, e quase 17% abaixo seu pico de 1052 em janeiro de 1973. O pessimismo depois de uma década e meia de desapontamento era compreensível. Ainda assim, longe de expirar, as *equities* americanas estavam a poucos anos de uma das maiores corridas dos tempos modernos. Tendo chegado ao fundo do poço em agosto de 1982 (777), o Dow seguiu em frente para mais do que triplicar no espaço de apenas cinco anos, atingindo uma alta recorde de 2.700 no verão de 1987. Depois de uma curta e abrupta suspensão nas vendas em outubro de 1987, o índice continuou sua escalada. Depois de 1995, o ritmo da sua ascensão até se acelerou. No dia 27 de setembro de 1999, ele fechou um pouco abaixo de 10.395, significando que o preço médio de uma corporação americana importante tinha crescido quase doze vezes em apenas vinte anos. No dia seguinte, os leitores da *Business Week* leram com excitação que:

> As condições não precisam ficar muito melhores para justificar os 36.000 pontos do Dow, dizem James K. Glassman e Kevin A. Hassett no artigo, "Dow 36.000: The New Strategy for Profiting From the Coming Rise in the Stock Market" [Dow 36.000: a nova estratégia para lucrar na próxima subida da bolsa de valores]. Eles argumentaram que o mercado já merecia os 36K, e que os preços das ações avançarão na direção daquele objetivo durante os 3 a 5 anos seguintes, quando os investidores chegassem também àquela conclusão... O mercado – mesmo a um preço fixado nos ganhos num índice de 30* – é um roubo. Por suas estimativas, um "preço perfeitamente razoável" para o mercado... é 100 vezes os ganhos.[6]

Esse artigo foi publicado menos de quatro meses antes do colapso da bolha ponto.com, que tinha se baseado em expectativas exageradas sobre os ganhos futuros das companhias de tecnologia. Em outubro de 2002, o Dow tinha descido para 7.286, um nível não visto desde o final de 1977. No momento em que escrevo este livro (abril de 2008), o Dow ainda está negociando a um terço do nível previsto por Glassman e Hassett.

Talvez o desempenho do mercado de ações dos Estados Unidos possa ser mais bem avaliado quando se comparam os retornos totais das ações, assumindo o reinvestimento de todos os dividendos, com os resultados totais de outros ativos financeiros, como os títulos do governo e comerciais, ou notas do Tesouro, que podem ser usadas como substitutas para qualquer instrumento de curto prazo, como um fundo de mercado financeiro ou um depósito de demanda em um banco. A data inicial, 1964, é o ano do nascimento do autor. Ficará imediatamente aparente que se, naquele ano, meus pais tivessem sido capazes de investir mesmo uma soma modesta no mercado de ações dos Estados Unidos, e continuassem

reinvestindo os dividendos que ganhassem a cada ano, teriam conseguido aumentar seu investimento inicial por um fator de quase 70 em 2007. Por exemplo, US$ 10.000 teriam se transformado em US$ 700.000. As alternativas de títulos ou de notas não teriam produzido resultados tão bons. Um fundo de títulos do governo americano teria sido multiplicado por um fator 23; um *portfolio* de notas do Tesouro por um fator de apenas 12. Desnecessário dizer, esses números devem ser ajustados para baixo, para levar em conta o custo de vida, que deve ser multiplicado por um fator de quase sete, desde que nasci. Em termos reais, as ações cresceram por um fator de 10,3; os títulos por um fator de 3,4 e as notas por um fator de 1,8. Se meus pais tivessem feito o erro de simplesmente comprar $10.000 em notas de dólares em 1964, o valor real do pé de meia do seu filho teria declinado 85% em termos reais.

No longo prazo, nenhuma bolsa de valores teve o desempenho da americana. Uma estimativa dos resultados reais da bolsa de valores a longo prazo mostrou uma média de ganho para o mercado americano de 4,73% por ano, entre os anos 1920 e 1990. A Suécia ficou em segundo lugar (3,71%), seguida pela Suíça (3,03), com a Grã-Bretanha mal colocada entre os dez primeiros, com apenas 2,28%. Seis de um total de 27 bolsas de valores estudadas sofreram pelo menos uma interrupção importante, geralmente como resultado de uma guerra ou de uma revolução. Dez mercados sofreram retornos reais negativos de longo prazo, entre os quais os piores foram a Venezuela, o Peru, a Colômbia e, bem mais no fundo, a Argentina (–5,36%).[7] O investimento em "ações de longo prazo" está longe de ser uma panaceia universalmente aplicável.[8] Entretanto, permanece verdadeiro que, na maioria dos países nos quais existem dados de longo prazo, as ações tiveram melhor desempenho do que os títulos – algo em torno de cinco vezes, ao longo do século XX.[9] Certamente isso não deve nos surpreender. Como vimos no Capítulo 2, os títulos não são mais do que promessas feitas por governos de pagar juros e, em última análise, pagar o principal durante um especificado período de tempo. Ou através do não pagamento ou através da depreciação da moeda, muitos governos deixaram de honrar essas promessas. Como contraste, uma ação é uma porção do capital de uma corporação que gera lucro. Se a companhia tem sucesso nos seus empreendimentos, haverá não apenas dividendos, mas também uma probabilidade significativa de apreciação do capital. Existem riscos também. Os retornos das ações são menos previsíveis e mais voláteis do que os resultados sobre os títulos e as notas do tesouro. Existe uma probabilidade significativamente maior de falência de uma corporação média do que de desaparecimento de um estado soberano de porte mediano. No caso de uma falência corporativa, os donos de títulos e de outras formas de dívida serão atendidos e pagos primeiro; os donos do patrimônio líquido, da *equity*, podem acabar de mãos abanando. Por essas razões, os economistas vêem os resultados superiores das ações como se elas fossem captadoras de um "ágio de risco do patrimônio líquido" – embora em alguns casos isso tenha sido claramente um risco que valeu a pena.

A Companhia que Você Escolhe, ou Diga-me com Quem Anda

Por trás da ornamentada fachada barroca da Igreja de São Moisés de Veneza, literalmente sob os pés de dezenas de turistas que visitam a igreja a cada ano, existe uma inscrição extraordinária, mas raramente percebida:

HONORI ET MEMORIAL JOHANNIS LAW EDINBURGENSES REGII
GALLIARUM AERARII PREFECTI CLARISSIMA

"Em honra e em memória de John Law, de Edimburgo. O mais distinguido tesoureiro dos reis dos franceses." É um lugar de descanso eterno bastante improvável para o homem que inventou a bolha da bolsa de valores.

Um ambicioso escocês, um assassino condenado, um jogador compulsivo e um imperfeito gênio financeiro, John Law não foi somente responsável pelo primeiro *boom* verdadeiro e pelo primeiro colapso dos preços das ações. Pode-se dizer também que ele indiretamente causou a Revolução Francesa, por arrebentar completamente a melhor chance que a monarquia *ancien régime* teve para reformar as suas finanças. Sua história é um dos contos de aventura mais assombrosos, ainda que o menos compreendido, em toda a história financeira. E é também, de fato, uma história para os nossos tempos.

Nascido em Edimburgo em 1671, Law era filho de um ourives muito bem-sucedido, e o herdeiro do Castelo Lauriston, com vistas para o estuário do Forth. Foi para Londres em 1692, mas rapidamente começou a desperdiçar seu patrimônio numa variedade de aventuras de negócios e em travessuras com o jogo. Dois anos mais tarde, lutou num duelo com seu vizinho, que objetava partilhar o mesmo edifício com o dissoluto Law e sua amante, e o matou. Ele foi julgado por duelar e sentenciado à morte, mas escapou da prisão e fugiu para Amsterdã.

Law não poderia ter escolhido melhor cidade para se esconder. Nos anos 1690, Amsterdã era a capital da inovação financeira do mundo. Para financiar sua luta pela independência contra a Espanha no final do século XVI, como vimos no capítulo anterior, os holandeses aperfeiçoaram o sistema italiano da dívida pública (introduzindo, entre outras coisas, os empréstimos lotéricos que permitiam às pessoas apostar, enquanto investiam suas economias na dívida do governo). Eles também reformaram a própria moeda, ao criarem o que foi, comprovadamente, o primeiro banco central do mundo, o *Wisselbank* – Banco de Câmbio Amsterdã –, que resolveu o problema da cunhagem degradada, através da invenção de uma forma confiável de dinheiro bancário (ver Capítulo 1). Mas talvez a maior invenção holandesa entre todas tenha sido a companhia cuja posse era compartilhada por "acionistas".

A história da companhia começara um século antes da chegada de Law, e teve suas origens nos esforços dos mercadores holandeses para arrebatar o controle do lucrativo comércio asiático de especiarias das mãos de Portugal e da Espanha. Os europeus ansiavam por especiarias como canela, cravo-da-índia, macis, noz-moscada e pimenta, não somente para temperar sua comida, mas também para preservá-la. Durante séculos, essas *commodities* tinham vindo por terra da Ásia para a Europa, ao longo da Rota das Especiarias. Mas, com a

descoberta da rota marítima para as Índias Orientais pelo cabo da Boa Esperança, pelos portugueses, abriram-se novas e irresistíveis oportunidades de negócios. O Museu Histórico de Amsterdã está cheio de quadros que mostram navios holandeses a caminho para, e das Índias Orientais. Um exemplo antigo do gênero traz a inscrição: "Quatro navios navegaram na direção de Bantam para ir e conseguir as especiarias, e também estabeleceram postos comerciais. E voltaram ricamente carregados para... Amsterdã. Partiram no dia 1o de maio de 1598. Regressaram no dia 19 de julho de 1599". Como isso sugere, entretanto, a viagem de ida e volta era muito longa e demorada (quatorze meses era de fato bem abaixo da média). E era também arriscada e perigosa: dos 22 navios que zarparam em 1598, somente uma dúzia voltou a salvo. Por essas razões, fazia sentido os mercadores partilharem seus recursos. Em 1600, havia cerca de seis novas companhias das Índias Orientais, operando a partir dos maiores portos holandeses. Entretanto, em cada caso, as entidades tinham um período limitado que era especificado com antecedência – geralmente a duração esperada da viagem –, depois do qual, o capital era restituído aos investidores.[10] Esse modelo de negócio podia não bastar para construir as bases e fortificações permanentes, que eram claramente necessárias, para alijar os portugueses e seus aliados espanhóis.[**] De fato, tanto por cálculos estratégicos quanto pela intenção do lucro, os Estados Gerais Holandeses, o parlamento das Províncias Unidas, propuseram a fusão das seis companhias numa única. O resultado foi a Companhia Unida das Índias Orientais – a *Vereenigde Nederlandsche Geoctroyeerde Oostindische Compagnie* (VOC, na sua forma abreviada), formalmente licenciada em 1602, para usufruir do monopólio de todo o comércio a leste do cabo da Boa Esperança e a oeste do estreito de Magalhães.[11]

A estrutura da VOC era original e singular em vários aspectos. Realmente, como suas predecessoras, deveria existir durante um período determinado, nesse caso, 21 anos; de fato, o artigo 7 da sua carta patente declarava que os investidores teriam o direito de retirar seu dinheiro no final de apenas dez anos, quando o primeiro balanço geral fosse finalizado. Mas a escala do empreendimento não tinha precedente. A subscrição para o capital da Companhia foi aberta para todos os residentes das Províncias Unidas, e a carta não definiu o maior limite de quanto deveria ser levantado. Mercadores, artesãos e até mesmo servos correram para comprar ações: somente em Amsterdã houve 1.143 subscritores, dos quais somente oitenta investiram mais de 10.000 florins holandeses, e apenas 445 investiram menos de 1.000 florins. A quantidade de dinheiro levantado chegou a 6,45 milhões de florins, e transformou a VOC na maior corporação da época. O capital da sua rival inglesa, a Companhia das Índias Orientais, fundada dois anos antes, era apenas de £ 68.373 – cerca de 820.000 florins holandeses – dividido entre meros 219 subscritores.[12] Como a VOC era uma empreitada patrocinada pelo governo, todo esforço foi feito para superar a rivalidade entre as diferentes províncias (e particularmente entre a Holanda, a província mais rica, e a Zelândia). O capital da Companhia foi dividido (embora desigualmente) entre seis câmaras regionais (Amsterdã, Zelândia, Enkhuizen, Delft, Hoorn e Roterdã). Os setenta diretores (*bewindhebbers*), que

eram, pessoalmente, substanciais investidores, também foram distribuídos entre essas câmaras. Um dos seus papéis era indicar dezessete pessoas para atuarem como *Heeren XVII* – os Dezessete Senhores – numa espécie de conselho da companhia. Embora Amsterdã contasse com 57,4% do capital total da VOC, a cidade nomeou apenas oito dos Dezessete Senhores. Entre os diretores fundadores estava Dirck Bas, um *paterfamilias* orientado para o lucro, que (julgando por seu retrato) estava longe de ficar constrangido por sua riqueza.[13]

A posse da Companhia era, assim, dividida em múltiplas *partijen* ou *actien*, literalmente ações (como numa "parte da ação"). O pagamento pelas ações era em parcelas, devidas em 1603, 1605, 1606 e 1607. Os certificados emitidos não eram como os certificados no sentido moderno, eram mais como recibos; o documento-chave na lei era o livro-razão das ações da VOC, no qual todos os nomes dos donos das ações eram registrados na hora da compra.[14] O princípio do risco limitado estava implícito: os acionistas podiam perder apenas seu investimento na companhia, e nenhum outro bem caso ela fracassasse.[15] Não havia, por outro lado, qualquer garantia de ganhos; o artigo 17 da carta patente da VOC meramente declarava que um pagamento seria feito aos acionistas, assim que os lucros equivalentes a 5% do capital inicial tivessem sido realizados.

WY ondergheschreven van weghen de Camere der Oost-Indische Compaignie tot Amsterdam, bekennen by desen ontfanghen te hebben vanden E. ... de somme van ...
ende dat voor reste van ...
daer mede de voornoemde ...
inde voorsz. Compaignie gheregistreert staet te herideren opt Groot-boeck vande voorsz. Camere folio ... Synde hier mede de voorschreven ... daer mede de voornoemde ... inde voorsz. Compaignie voorde eerste Thien-Iarighe Rekeninghe participeert, ten vollen opghebracht ende betaelt: Ende voorts gheannulleert ende te niete ghedaen alle de Recipissen, over de betalinghen opde ghemelde partye ghedaen, voor desen ghegheven.
Actum den 27 Septemb. 1606

Arent ten grootenhuis

O certificado acionário mais antigo: certificado no 6 da Companhia das Índias Orientais Holandesas (não um certificado, estritamente falando, mas um recibo da parte do pagamento de uma ação, emitido pela Camere Amsterdam, no dia 27 de setembro de 1606, e assinado por Arent ten Grotenhuys e Dirck van Os)

A VOC não foi, de fato, um sucesso comercial imediato. As redes comerciais tiveram que ser montadas, o modo de operação estabelecido, e também bases seguras. Entre 1603 e 1607, um total de 22 navios foram preparados e despachados para a Ásia, a um custo pouco abaixo de 3,7 milhões de florins holandeses. O objetivo inicial era estabelecer várias fábricas (refinarias de salitre, manufaturas têxteis e depósitos), cujos produtos seriam, então, trocados por especiarias. Sucessos anteriores contra os portugueses resultaram no estabelecimento de cabeças-de-ponte em Masulipatnam, na baía de Bengala, e em Amboya (hoje Ambon), nas ilhas Molucas (Malukus), mas, em 1606, o almirante Matelief não conseguiu capturar Malaca (Melaka), na península Malaia, e um ataque a Makian (outra ilha Moluca) foi rechaçado com sucesso por uma frota espanhola. Uma tentativa de construir um forte em Banda Neira, a maior produtora de noz-moscada nas ilhas Banda, também fracassou.[16] Quando uma trégua de doze anos foi assinada com a Espanha em 1608, a VOC tinha ganhado mais dinheiro capturando navios inimigos do que no comércio.[17] Um investidor importante, o menonita Pieter Lijntjens, ficou tão consternado pela conduta bélica da Companhia que dela se retirou em 1605. Outro antigo diretor, Isaac le Maire, renunciou em protesto pelo que considerava como má administração dos negócios da Companhia.[18]

Mas, quanto poder tinham até mesmo os grandes acionistas? Pouco. Quando os diretores da Companhia fizeram uma petição ao governo para serem eximidos da sua obrigação de publicar balanços a cada dez anos em 1612 – a data quando supostamente os investidores poderiam retirar seu capital se assim o desejassem –, a permissão foi concedida, e a publicação dos balanços e a restituição do capital dos investidores foram, ambas, postergadas. A única propina, digamos, concedida aos acionistas foi que os Dezessete Senhores concordaram, em 1610, em fazer o pagamento de um dividendo no ano seguinte, embora naquele estágio a Companhia estava tão sem dinheiro que o dividendo precisou ser pago em especiarias. Em 1612, foi anunciado que a VOC não seria liquidada, como planejado originalmente. Isso significou que qualquer acionista que quisesse seu dinheiro de volta não tinha outra alternativa senão vender as suas ações a outro investidor.[19]

A companhia acionária e a bolsa de valores nasceram, então, num espaço de apenas poucos anos uma da outra. Tão logo a primeira corporação possuída publicamente apareceu no cenário com a primeira oferta pública inicial de ações, logo um mercado secundário surgiu para permitir que essas ações fossem compradas e vendidas. E que acabou se tornando um mercado extraordinariamente líquido. A rotatividade das ações da VOC foi alta: em 1607, um terço total das ações da Companhia tinha sido transferido dos seus donos originais.[20] Além disso, como os livros de caixa da Companhia eram abertos bastante raramente – as compras eram formalmente registradas mensalmente, ou trimestralmente – surgiu um animado mercado de repasse das ações da VOC, que se desenvolveu e permitiu vendas para entrega futura. Para começar, essas transações eram feitas em mercados informais ao ar livre, na Warmoesstraat, ou perto do Oude Kerk. Mas tão animado ficou o mercado para as ações da VOC que, em 1608, decidiu-se construir um *Beurs* coberto na Rokin, não longe da prefeitura. Com seu

quadrilátero, suas colunatas e sua torre do relógio, a primeira bolsa de valores do mundo parecia para todo o mundo uma Oxford medieval. Mas o que acontecia ali, entre o meio-dia e as duas horas da tarde a cada dia, era reconhecidamente revolucionário. Um contemporâneo capturou a atmosfera no piso das negociações, quando uma típica sessão diária era encerrada: “Apertos de mãos são seguidos por gritos, insultos, impudência, empurrões e repelões”. Os touros (*liefhebbers*) batalhavam contra os ursos (*contremines*). O especulador ansioso “roía as unhas, estalava os dedos, fechava os olhos, dava quatro passos e falava quatro vezes consigo mesmo, levava a mão ao rosto como se estivesse com dor de dente, e tudo isso acompanhado por uma tosse misteriosa”.[21]

Nem foi coincidência que o mesmo período assistiu à fundação (1609) do Amsterdam Exchange Bank [Banco de Câmbio de Amsterdã] já que a bolsa não podia realmente funcionar sem um sistema monetário efetivo. Quando os banqueiros holandeses começaram a aceitar as ações da VOC como colaterais para empréstimos, o elo entre a bolsa de valores e o suprimento de crédito começou a ser forjado. O passo seguinte foi os bancos emprestarem dinheiro para que as ações fossem compradas com crédito. A companhia, a bolsa e o banco proveram o fundamento triangular para um novo tipo de economia.

Durante algum tempo, pareceu que os críticos da VOC, liderados pelo desgostoso ex-diretor Isaac le Maire, poderiam explodir esse novo mercado para pressionar os diretores da companhia. Um esforço combinado para abaixar o preço das ações da VOC, através da operação de venda a descoberto no nascente mercado dos futuros, foi debelado pelo pagamento de dividendos em 1611, arruinando le Maire e seus associados.[22] Subsequentes dividendos em dinheiro foram pagos em 1612, 1613 e 1618.[23] Entretanto, os críticos da Companhia (os “investidores discordantes”, ou *Doleanten*) permaneceram insatisfeitos. Num texto intitulado *O discurso necessário* (*Nootwendich Discours*) publicado em 1622, um autor anônimo lamentou a falta de transparência que caracterizava a “governança em proveito próprio de alguns dos diretores”, que estavam assegurando que “tudo permanecesse na sombra”: “O livro da contabilidade, podemos apenas conjecturar, deve ter sido esfregado com *bacon* e ovos, e jogado aos cachorros”.[24] A diretoria deveria ser fixada por um período determinado, os discordantes argumentavam, e todos os maiores acionistas deveriam ter o direito de indicar um diretor.

A campanha para reformar o que agora seria chamado de governança corporativa da VOC produziu resultados. Em dezembro de 1622, quando a carta patente da Companhia foi renovada, ela foi substancialmente modificada. Os diretores não mais seriam indicados vitaliciamente, podendo servir apenas durante três anos de cada vez. Dali em diante, os “principais participantes” (acionistas com tanta participação acionária quanto os diretores) puderam nomear “Nove Homens” entre eles mesmos, a quem os Dezessete Senhores eram obrigados a consultar sobre “assuntos grandes e importantes”, e que teriam o direito de supervisionar a contabilidade anual das suas câmaras e indicar, juntamente com os Dezessete Senhores, futuros candidatos para as diretorias. Além disso, em março de 1623, ficou

acordado que os Nove Homens teriam o direito de comparecer (mas não o direito de votar) nas reuniões dos Dezessete Senhores e de examinar minuciosamente as contas das compras anuais. Os principais participantes também passaram a ter o direito de indicar auditores (*rekeningopnemers*), para analisar os balanços apresentados aos Estados Gerais.[25] Os acionistas foram ainda mais apaziguados pela decisão, em 1632, de estabelecer um padrão de 12,5% de dividendos, duas vezes o índice pelo qual a Companhia podia fazer empréstimos.[***] O resultado dessa política foi que, dali em diante, virtualmente todos os lucros líquidos da Companhia foram distribuídos para os acionistas.[26] Os acionistas também receberam garantias efetivas contra a diluição da sua participação acionária. Surpreendentemente, o capital básico permaneceu quase inalterado ao longo da existência da VOC.[27] Quando os dispêndios do capital eram exigidos, a VOC levantava dinheiro não emitindo novas ações, mas emitindo dívida na forma de títulos. De fato, tão bom era o crédito da Companhia que ela conseguiu, nos anos 1670, agir como intermediária para um empréstimo de dois milhões de florins holandeses para os estados da Holanda e da Zelândia.

Nenhum desses arranjos teria sido sustentável, naturalmente, se a VOC não tivesse se tornado lucrativa, em meados do século XVII. Numa medida substancial, essa foi a realização de Jan Pieterszoon Coen, um jovem belicoso que não tinha ilusões sobre a relação entre comércio e coerção. Como o próprio Coen deixava claro: “Não podemos fazer guerras sem comércio, nem comércio sem guerras”.[28] Ele era impiedoso no seu tratamento aos competidores, executou os funcionários da Companhia das Índias Orientais da Grã-Bretanha em Amboyna e efetivamente dizimou os nativos bandaneses. Um construtor de império nato, Coen tomou o controle do pequeno porto javanês de Jacarta em maio de 1619, renomeou-o de Batávia e, apenas com trinta anos, convenientemente se tornou o primeiro governador-geral das Índias Orientais Holandesas. Ele e seu sucessor, Antoine van Diemen, expandiram sistematicamente o poder holandês na região, expulsando os britânicos das ilhas Banda, os espanhóis de Ternate e Tidore, e os portugueses de Malaca. Em 1657, os holandeses controlavam a maior parte do Ceilão (Sri Lanka); a década seguinte assistiu a uma expansão ainda maior pela costa Malabar no subcontinente, e nas ilhas Célebes (Sulawesi). Também havia bases holandesas na costa Coromandel.[29] O poder de fogo e o comércio navegavam lado a lado em navios como o *Batavia* – uma esplêndida réplica do qual pode ser vista hoje em Leysland, na costa da Holanda.

Os desenlaces comerciais dessa estratégia agressiva foram substanciais. Nos anos 1650, a VOC havia estabelecido um monopólio efetivo e altamente lucrativo sobre a exportação de cravos-da-índia, macis e noz-moscada (a produção de pimenta estava muito amplamente dispersa para ser monopolizada), e estava se tornando um importante distribuidor para as exportações têxteis de Coromandel.[30] E estava também atuando como um eixo para o comércio intra-asiático, trocando prata e cobre japoneses por têxteis indianos e ouro e seda da China. Por sua vez, os têxteis indianos podiam ser comercializados por pimenta e especiarias das ilhas do Pacífico, que podiam ser usadas para comprar metais preciosos do Oriente Médio.[31]

Mais tarde, a Companhia proveu serviços financeiros para outros europeus na Ásia, como Robert Clive, que transferiu para Londres, através de Batavia e de Amsterdã uma grande parte da fortuna, que amealhou conquistando Bengala.[32] Como foi a primeira grande corporação do mundo, a VOC podia combinar economias de escala com custos reduzidos nas transações, o que os economistas chamam de externalidades em rede, o benefício de partilhar informação entre múltiplos empregados e agentes.[33] E, do mesmo modo, que valia para a Companhia das Índias Orientais da Grã-Bretanha, o maior desafio da VOC era o problema do agente principal: a tendência que os seus homens, supostamente de confiança, nessas cabeças-de-ponte tinham de fazer negócios em benefício próprio, de estragar negociações ou simplesmente de fraudar a companhia. Isso, entretanto, era parcialmente contrabalançado por um insólito sistema de compensação, que relacionava a remuneração aos investimentos e às vendas, colocando a prioridade na quantidade de dinheiro movimentado no negócio, em vez do lucro líquido.[34] Os negócios explodiram e floresceram. Nos anos 1620, cinquenta navios da VOC regressaram da Ásia carregados de produtos; nos anos 1690, o número de navios foi 156.[35] Entre 1700 e 1750, a tonelagem do transporte marítimo holandês regressando para a Europa pelo cabo da Boa Esperança dobrara. No final de 1760, ainda era quase três vezes o montante do comércio marítimo britânico nas mesmas rotas.[36]

A ascensão econômica e política da VOC pode ser traçada pelo preço da sua ação. A bolsa de valores de Amsterdã certamente ficava volátil quando os investidores reagiam aos rumores de guerra, paz e naufrágios, de uma maneira descrita vividamente pelo judeu sefaradita Joseph Penso de la Vega, em seu livro chamado adequadamente de *Confusión de Confusiones* (1688). Mas a tendência de longo prazo foi claramente para cima, durante mais de um século depois da fundação da Companhia. Entre 1602 e 1733, as ações da VOC subiram do valor nominal (100) até um pico demorado que chegou a 786, a despeito do fato de que, de 1652 até a Gloriosa Revolução de 1688, a Companhia estava sendo desafiada por uma belicosa competição britânica.[37] Essa sustentada apreciação do capital, combinada com os dividendos regulares e os preços estáveis para o consumidor,[****] garantiram que importantes acionistas como Dirck Bas se tornassem, de fato, muito ricos. Ainda em 1650, o total de pagamento de dividendos já somava oito vezes o valor do investimento original, subentendendo um índice anual de retorno de 27%.[38] O ponto admirável, entretanto, é que nunca antes tinha havido algo como uma bolha da Companhia das Índias Orientais Holandesa. Diferente da bolha dos futuros da tulipa de 1636 e 1637, a escalada do preço da ação da VOC foi gradual, esparramada durante mais de um século e, embora sua queda tenha sido mais rápida, ainda assim demorou sessenta anos para chegar a 120, em dezembro de 1794. A ascensão e queda seguiram estreitamente a trilha da ascensão e queda do Império Holandês. Os preços das ações em outras companhias monopolistas, externamente parecidas com a VOC, teriam um comportamento muito diferente, escalando e despencando no espaço de apenas poucos meses. Para compreender o motivo, precisamos voltar a John Law.

Para o renegado escocês, as finanças holandesas chegaram como uma revelação. Law ficou fascinado pelas relações entre a Companhia das Índias Orientais, o Banco de Câmbio de Amsterdã e a bolsa de valores. Sempre atraído pelo jogo, Law achou o *Beurs* de Amsterdã mais excitante que qualquer cassino. Ele ficava assombrado e maravilhado com os esgares dos intermediários das operações, ou vendas a descoberto, que espalhavam rumores para tentar depreciar o preço das ações da VOC, ou os especialistas em *windhandel* ("mão de vento"), que comercializavam especulativamente com ações que eles nem sequer possuíam. A inovação financeira estava por toda parte. O próprio Law lançara com êxito um sistema engenhoso para assegurar detentores de bilhetes da loteria nacional holandesa contra sorteios em branco.

Ainda assim, o sistema financeiro holandês impressionara Law por não ser bastante completo. Por um lado, parecia teimosia restringir o número de ações da Companhia das Índias Orientais, quando o mercado parecia tão enamorado por elas. Law também ficou perplexo e confuso com o conservadorismo do Banco de Câmbio de Amsterdã. Seu próprio "banco de dinheiro" tinha provado ser um sucesso, mas ele se materializava amplamente nas colunas de números em livros contáveis do banco. Além de recibos emitidos por mercadores que depositavam dinheiro no banco, o dinheiro não tinha existência física. A ideia de uma mudança espantosa dessas instituições já estava tomando forma na cabeça de Law, e consistiria numa combinação das propriedades de uma companhia monopolista de comércio com um banco público que emitisse notas, na maneira do Banco da Inglaterra. Logo não demorou muito para Law começar a ficar inquieto para experimentar um novo sistema de finanças numa nação confiante. Mas qual seria?

Primeiro ele tentou sua sorte em Gênova, negociando moeda estrangeira e outros valores. Passou algum tempo em Veneza, negociando de dia, jogando e apostando à noite. Em sociedade com o conde de Islay, ele também construiu um *portfolio* substancial na bolsa de valores de Londres. (Como isso sugere, Law era bem relacionado. Mas existia uma característica controvertida sobre a sua conduta. *Lady* Catherine Knowles, filha do conde de Banburry, passava como sua mulher, e era a mãe dos seus três filhos, a despeito do fato de ser casada com outro homem.) Em 1705, ele submeteu uma proposta para um novo banco ao parlamento escocês, proposta essa mais tarde publicada como *Money and Trade Considered* [Ponderando sobre o dinheiro e o comércio]. Sua ideia central era que o novo banco emitisse notas portadoras de juros que suplantariam o dinheiro como moeda. A proposta foi rejeitada pelo parlamento logo antes do Ato de União com a Inglaterra.[39] Desapontado em sua terra natal, Law viajou para Turim, e em 1711 conseguiu uma audiência com Victor Amadeus II, duque de Savoia. No documento *The Piedmont Memorials* [As petições Piemonte], ele novamente defendeu o projeto da moeda papel. De acordo com Law, somente a confiança era a base para o crédito público; com confiança, as notas bancárias serviriam da mesma maneira que as moedas. "Eu descobri que o segredo da pedra filosofal", ele disse a um amigo, "é fazer ouro do papel."[40] O duque vacilou, dizendo: "Eu não sou rico o bastante para me arruinar".

A Primeira Bolha

Por que foi na França que Law conseguiu a oportunidade de experimentar sua alquimia financeira? Afinal, os franceses o conheciam pelo que ele era: em 1708, o marquês de Torcy, ministro de Relações Exteriores de Luís XIV, o identificara como um *joueur* (jogador) profissional e, possivelmente, um espião. A resposta é que os problemas fiscais da França eram especialmente desesperados. Encilhado pela enorme dívida pública que resultara das guerras de Luís XIV, o governo estava à beira da sua terceira falência em menos de um século. Chegou-se à conclusão de que uma inspeção (*Visa*) nas dívidas existentes da coroa era necessária, o que levou ao cancelamento e à redução de muitas delas, com efeito, um calote parcial. Mesmo assim, 250 milhões de novas notas promissórias com juros embutidos, chamadas *billets d'état*, ainda tinham que ser emitidas para financiar o *deficit* corrente. A situação ficou ainda pior com a tentativa de reduzir a quantidade de cunhagem de ouro e prata, que afundou a economia numa recessão.[41] Para todos esses problemas, Law afirmava ter uma solução.

Em outubro de 1715, a primeira proposta de Law para um banco emitente de notas promissórias públicas foi submetida ao conselho real, mas foi rejeitada por causa da oposição do duque de Noailles à audaciosa sugestão de Law de que o banco deveria também atuar como o caixa da coroa, recebendo os pagamentos de todos os impostos. Uma segunda proposta para um banco puramente privado teve mais sucesso. O Banque Générale foi estabelecido em maio de 1716, sob a direção de Law. Ele tinha licença para emitir notas promissórias pagáveis em espécie (ouro ou prata), por um período de vinte anos. O capital foi estabelecido em 6.000.000 de *livres* (libras) (1.200 ações de 5.000 *livres* cada), três quartos para serem pagos com os *billets d'état*, de algum modo, então, depreciados (assim, o capital efetivo do banco estava perto de 2.850.000 de *livres*).[42] A princípio, parecia um empreendimento modesto, mas Law sempre tivera um grande desígnio em mente, que estava determinado a vender ao duque de Orleans, o regente durante a menoridade de Luís XV. Em 1717, ele deu mais um passo à frente, quando foi decretado que as notas promissórias do Banque Générale deveriam ser usadas para o pagamento de todos os impostos, uma medida inicialmente rechaçada em alguns lugares, mas efetivamente imposta pelo governo.

A ambição de Law era reviver a confiança econômica na França, estabelecendo um banco público, como o modelo holandês, mas com a diferença de que o francês pudesse emitir papel-moeda. Como o dinheiro era investido no banco, a imensa dívida do governo seria consolidada. Ao mesmo tempo, o papel-moeda reviveria o comércio francês – e, com isso, o poder econômico francês. "O banco não é a única, nem a mais grandiosa das minhas ideias", ele disse ao regente. "Eu produzirei uma obra que surpreenderá a Europa, pelas mudanças que serão operadas a favor da França – mudanças mais poderosas do que as produzidas pela descoberta das Índias..."[43]

Law tinha estudado finanças na Holanda republicana, mas desde o começo ele achava a França absolutista como um cenário melhor para o que se tornou conhecido como o seu Sistema. "Eu mantenho", ele escreveu, "que um príncipe absolutista que saiba como governar pode estender mais o seu crédito e encontrar os recursos necessários numa taxa menor de juros do que um príncipe que é limitado na sua autoridade." Essa era uma teoria absolutista das finanças, baseada na asserção de que "no crédito, como em relação aos militares e às autoridades legislativas, o poder supremo deve residir apenas sob o controle de uma única pessoa".[44] A chave era fazer o crédito real funcionar mais produtivamente do que no passado, quando a coroa tomara empréstimos como uma maneira imediatista – da mão para a boca – de financiar suas guerras. No esquema de Law, o monarca delegaria efetivamente seu crédito a "uma companhia comercial, na qual todos os elementos do comércio do reino caiam sucessivamente e sejam reunidos em um único". A nação inteira, como ele deixou claro, "se tornaria um conjunto de comerciantes, que têm como dinheiro sonante o banco real, no qual, consequentemente, todo o comércio, dinheiro e mercadorias se reunirão".[45]

Como no caso holandês, o império desempenhou um papel-chave na visão de Law. Em sua opinião, muito pouco tinha sido feito para desenvolver as possessões ultramarinas da França. Por conseguinte, ele propôs tomar conta do comércio da França com o território da Louisiana, um vasto, mas completamente subdesenvolvido pedaço de terra que se estendia do delta do Mississippi pelo Meio Oeste – equivalente a quase um quarto do que são hoje os Estados Unidos. Em 1717, uma nova Compagnie d'Occident recebeu a concessão do monopólio do comércio da Louisiana (e também o controle dos assuntos internos da colônia), por um período de 25 anos. O capital da Companhia foi fixado em 100 milhões de *livres*, uma soma sem precedente na França. O preço de cada ação da Companhia foi fixado em 500 *livres*, e os franceses, independente de classe social, e também os estrangeiros, foram encorajados a comprá-las (em pagamentos parcelados) com *billets d'état*, que deveriam ser retirados e convertidos em *rentes* a 4% (títulos perpétuos). O nome de Law encabeçava a lista de diretores.

Houve alguma resistência inicial ao Sistema de Law, é verdade. O duque de Saint-Simon observou sabiamente que:

> Um estabelecimento desse tipo pode ser um bem em si mesmo; mas somente é assim numa república, ou numa monarquia como a Inglaterra, cujas finanças são controladas apenas por aqueles que as suprem e as guarnecem, e que somente o fazem na medida em que lhes interessa. Mas num Estado que é fraco, mutável e absoluto, como a França, a estabilidade deve necessariamente ser deficiente para isso; e como o rei... pode destruir o banco – a tentação para tanto seria muito grande e, ao mesmo tempo, muito fácil.[46]

Como se fosse para testar essa afirmação, no começo de 1718, o Parlamento de Paris lançou ataques ferozes contra o novo ministro de Finanças, René D'Argenson (e o banco de Law), depois de uma degradação de 40% da cunhagem ordenada pelo ministro anterior, que causara, como o Parlamento reclamou: "um caos tão grande e tão obscuro que nada sobre ele

pode ser conhecido".[47] Enquanto isso, uma companhia rival, fundada pelos irmãos Pâris, estava tendo mais sucesso e atraindo mais investidores do que a Compagnie d'Occident, de Law. Numa maneira verdadeiramente absolutista, entretanto, o regente reafirmou vigorosamente as prerrogativas da coroa, muito para o deleite – e benefício – de Law. ("Quão grandioso é o benefício de um poder despótico", ele observou, "nos primórdios de uma instituição sujeita a tanta oposição por parte de uma nação que ainda não se acostumou com ela!")[48] Além disso, do final de 1718 em diante, o governo concedeu privilégios à Compagnie d'Occident que foram calculados para aumentar o apelo das suas ações. Em agosto, o banco foi premiado com o direito de coletar todas as receitas do tabaco. Em dezembro, ele também adquiriu os privilégios da Companhia Senegal. Numa tentativa adicional para favorecer a posição de Law, o Banque Générale recebeu a aprovação do selo real e se tornou Banque Royale, em dezembro de 1718, na verdade, o primeiro banco central francês. Para aumentar o apelo das suas notas promissórias, desde aquele momento elas poderiam ser trocadas por *écus de banque* (representado por montantes fixos de prata) ou pelos *livres tournois* (uma unidade de importância cuja relação com o ouro e a prata podia variar), usados mais comumente. Em julho, entretanto, as notas de *écus* foram retiradas do mercado,[49] enquanto um decreto, do dia 22 de abril de 1719, estipulava que as notas bancárias não deveriam participar das "diminuições" (no preço) periódicas, às quais a prata estava sujeita.[50] A transição da França da cunhagem de moedas para o dinheiro de papel havia começado.

Enquanto isso, a Compagnie d'Occident continuou a se expandir. Em maio de 1719, ela assumiu as companhias das Índias Orientais e da China, para formar a Compagnie des Indes, mais conhecida como Companhia Mississippi. Em julho, Law assegurou os lucros do tesouro real por um período de nove anos. Em agosto, ele arrebatou o arrendamento especial dos impostos indiretos de um financista rival, que recebera o privilégio no ano anterior. Em setembro, a Companhia Mississippi concordou em emprestar 1,2 bilhão de *livres* para a coroa saldar toda a dívida real. Um mês mais tarde, Law assumiu a arrecadação dos impostos diretos ("arrendamento especial de impostos").

Law tinha orgulho do seu Sistema. O que existira anteriormente, ele escreveu, não era muito mais do que "um método de recibos e desembolsos". Aqui, ao contrário, "tem-se uma cadeia de ideias que apoiam umas às outras, e exibem mais e mais o princípio de onde elas fluem".[51] Em termos modernos, o que Law estava tentando poderia ser descrito como deflação. A economia francesa tinha estado numa recessão em 1716, e a expansão do suprimento da moeda de Law com notas bancárias claramente provera um estímulo muito necessário.[52] Ao mesmo tempo, ele estava tentando (não desarrazoadamente) converter uma dívida pública mal administrada e onerosa em ações, que não dariam dividendos fixos, de uma enorme companhia comercial monopolista, coletora de impostos e privada.[53] Se ele tivesse sucesso, as dificuldades financeiras da monarquia francesa chegariam ao fim.

Mas Law não tinha uma ideia clara sobre onde parar. Pelo contrário, como acionista majoritário do que era, então, uma vasta corporação, tinha um forte interesse pessoal em

permitir a expansão monetária, que seu próprio banco podia gerar, para abastecer uma bolha de ativos, da qual ele lucraria mais do que qualquer outra pessoa. Foi como se um homem estivesse administrando simultaneamente quinhentas das maiores corporações dos Estados Unidos, o Tesouro americano e o Federal Reserve System. Seria provável que essa pessoa aumentasse os impostos corporativos, ou as taxas de juros, com o risco de reduzir o valor do seu sólido *portfolio* de ações? A aquisição de várias outras companhias e do arrendamento especial de impostos foi financiada não com os lucros da Compagnie, mas simplesmente com a emissão de novas ações. No dia 17 de junho de 1719, a Companhia Mississippi emitiu 50.000 dessas ações, a um preço de 550 *livres* cada uma (embora cada ação tivesse um valor nominal de 500 *livres*, como acontecera com as primeiras ações da Compagnie d'Occident). Para garantir o sucesso dessa emissão, Law a subscreveu pessoalmente, uma aposta característica que até mesmo lhe custou uma noite insone, conforme admitiu. E, para evitar a acusação de que somente ele lucraria se o preço das ações subisse, deu aos acionistas da Compagnie d'Occident o direito exclusivo de adquirir essas novas ações (que desde então se tornaram conhecidas como "filhas"; as ações anteriores eram as "mães").[54] Em julho de 1719, Law emitiu uma terceira série de 50.000 ações (as "netas") – agora com o preço de 1.000 *livres* cada – para levantar 50 milhões de *livres*, de que precisava para pagar para a casa da moeda real. Logicamente, esse enfraquecimento dos acionistas existentes deveria ter causado o declínio do preço de uma ação individual. Como Law poderia justificar o dobro do preço da emissão?

Ostensivamente, o "deslocamento" que justificou os preços mais elevados da ação era a promessa dos futuros lucros da Louisiana. Foi por isso que Law devotara tanto esforço em evocar as visões róseas da colônia como um verdadeiro Jardim do Éden, habitado por selvagens amigáveis, ansiosos para fornecer uma cornucópia de produtos exóticos para o embarque para a França. Para conduzir esse comércio, uma grande cidade nova foi estabelecida na boca do Mississippi: Nova Orleans, assim nomeada para bajular o sempre suscetível regente. Como sabemos, essas visões não eram totalmente desprovidas de fundamento, mas sua realização repousava mais para longe, no futuro. Para garanti-las, uns poucos milhares de alemães empobrecidos da Renânia, Suíça e Alsácia foram recrutados como colonos. Mas o que os desafortunados imigrantes encontraram quando chegaram à Louisiana foi um pântano quente, sufocante e infestado de insetos. Em um ano, 80% deles tinham morrido de fome, ou de doenças tropicais, como a febre amarela.[*****]

N.º 84 Compagnie des Indes.
DIVIDENDE D'UN DIXIÈME D'ACTION; SIX DERNIERS MOIS mil ſept cent cinquante-ſix.

N.º 84 Compagnie des Indes.
DIVIDENDE D'UN DIXIÈME D'ACTION; SIX PREMIERS MOIS mil ſept cent cinquante-ſept.

N.º 84 Compagnie des Indes.
DIVIDENDE D'UN DIXIÈME D'ACTION; SIX DERNIERS MOIS mil ſept cent cinquante-ſept.

DIXIÈME D'ACTION de la Compagnie des Indes.
N.º 84
LE Porteur a intérêt dans la Compagnie des Indes, pour UN DIXIÈME D'ACTION. A Paris, le 2 Janvier 1755.

CONTROLLÉ EN VERTU DE LA MESME DÉLIBÉRATION.
Signé pour la COMPAGNIE DES INDES, en vertu de la Délibération du 3 Juillet 1754.

Quatrevingtquatre

O objeto da especulação: um décimo de uma ação da Compagnie des Indes (de outra maneira conhecida como Companhia Mississippi)

No curto prazo, então, um tipo diferente de deslocamento foi necessário para justificar os 40% de dividendos que Law estava pagando. E ele foi provido por papel-moeda. A partir do verão de 1719, os investidores que quisessem adquirir as "filhas" e as "netas" foram generosamente assistidos pelo Banque Royale, que permitiu que os acionistas fizessem empréstimos, usando suas ações como colateral: dinheiro que eles depois investiriam em mais ações. Previsivelmente, o preço da ação disparou. As "mães" originais chegaram a valer 2.750 *livres* no dia 1º de agosto, 4.100 no dia 30 de agosto e 5.000 no dia 4 de setembro. Isso estimulou Law a emitir mais 100.000 ações valendo o último novo preço do mercado. Duas emissões subsequentes do mesmo tamanho foram realizadas, no dia 28 de setembro e no dia 2 de outubro, seguidas por um pequeno bloco de 24.000 ações, dois dias depois (embora essas jamais tivessem sido oferecidas ao público). No outono de 1719, o preço das ações ultrapassou 9.000 *livres*, atingindo o valor de 10.025 no dia 2 de dezembro. O mercado informal de futuros negociou-as a 12.500 *livres*, para serem entregues em março de 1720. A disposição de ânimo estava então mudando rapidamente de euforia para mania.[55]

Umas poucas pessoas suspeitaram de uma tramoia. "Vocês enlouqueceram em Paris?", escreveu Voltaire para o senhor de Génoville em 1719. "É um caos que eu não posso

compreender...”[56] O banqueiro e economista irlandês Richard Cantillon estava tão seguro que o Sistema de Law iria explodir, que liquidou o que tinha e saiu de Paris no começo de agosto de 1719.[57] De Londres, Daniel Defoe foi desdenhoso: os franceses tinham meramente “aumentado um pedaço de ar refinado”. A carreira de Law, ele escarneceu, ilustrava uma nova estratégia de sucesso na vida:

> Você deve pegar uma espada, matar um dândi ou dois, ficar preso em Newgate, ser condenado à forca, escapar da prisão, se conseguir – *lembre-se disso, a propósito* –, ir para algum país estranho, instituir ações Mississippi, enganar uma nação, e logo você será um grande homem; se tiver apenas uma grande sorte...[58]

Mas um substancial número de parisienses bem de vida foram seduzidos por Law. Muito bem suprido de dinheiro dos seus próprios ganhos, ele se oferecia para pagar pensões atrasadas e, de fato, pagou pensões adiantadas – uma maneira segura de conseguir apoio nas classes privilegiadas. Em setembro de 1719, centenas de pessoas se amontoaram na rue Quincampoix, uma estreita via de acesso entre a rue Saint Martin e a rue Saint Denis, onde a Companhia tinha seu escritório de emissão de ações. Um funcionário da embaixada britânica descreveu-a como “apinhada de gente desde o começo da manhã até tarde da noite, com príncipes e princesas, duques e pares do reino e duquesas, etc., numa palavra, todos que eram grandes na França. Eles vendem propriedades e joias para comprar Mississippi”.[59] *Lady* Mary Wortley Montagu, que visitou Paris em 1719, ficou “deliciada... de ver um inglês (pelo menos um britânico) absoluto em Paris, quero dizer Mr. Law, que trata seus duques e pares do reino extremamente de *haut en bas*, e é tratado por eles com a suprema submissão e respeito – Pobres almas!”.[60] Foi nessa época estonteante que a palavra *millionaire* foi cunhada. (Como os *entrepreneurs* [empreendedores], os milionários foram inventados na França.)

Não surpreende que John Law tenha sido visto na missa pela primeira vez no dia 10 de dezembro, depois de se converter ao catolicismo para se tornar elegível para um cargo público. Ele tinha muito a agradecer ao seu Criador. Quando foi indicado controlador geral das Finanças no mês seguinte, seu triunfo foi completo. Naquele momento ele era encarregado:

> da arrecadação dos impostos indiretos da França;
> de toda a dívida nacional francesa;
> das 26 casas da moeda que produziam as moedas de ouro e prata do país;
> da colônia da Louisiana;
> da Companhia Mississippi, que tinha o monopólio da importação e da venda do tabaco;
> do comércio francês de peles com o Canadá; e
> de todo o comércio da França com a África, a Ásia e as Índias Orientais.

Além disso, por seus próprios méritos, Law possuía:

> o Hôtel de Nevers, na rue de Richelieu (hoje a Bibliothèque Nationale);
> o Palácio Mazarin, onde a Companhia tinha seus escritórios;
> mais de um terço dos prédios na place Vendôme (então place Louis le Grand);

mais de doze propriedades no campo; várias plantações na Louisiana; e
100 milhões de *livres* de ações na Companhia Mississippi.[61]

Luís XIV da França havia dito: "L'état, ces't moi" [Eo sou o Estado]. John Law poderia, legitimamente, dizer: "L'économie, ces't moi" [Eu sou a economia].

Na verdade, Law preferia jogar e apostar a rezar. Em março de 1719, por exemplo, ele apostou 1.000 dos novos *louis d'or* [luíses de ouro] com o duque de Bourbon que não haveria mais gelo naquele inverno, ou na primavera. (Ele perdeu.) Numa outra ocasião, arriscou 10.000 contra 1, que um amigo não conseguiria jogar um número determinado com seis dados numa única jogada. (Ele provavelmente venceu nessa ocasião, porque as probabilidades contra fazer isso eram de 6,6 a 1, ou 46.656 a 1.) Mas sua maior aposta foi o seu próprio Sistema. O "discurso diário" de Law, relatou um apreensivo diplomata britânico em agosto de 1719, era que ele iria "estabelecer a França mais alto do que jamais estivera antes, e colocá-la numa condição de impor sua vontade a toda a Europa; que podia arruinar o comércio e o crédito da Inglaterra e da Holanda quando quisesse; que ele podia quebrar nosso banco quando tivesse vontade; e nossa Companhia das Índias Orientais".[62]

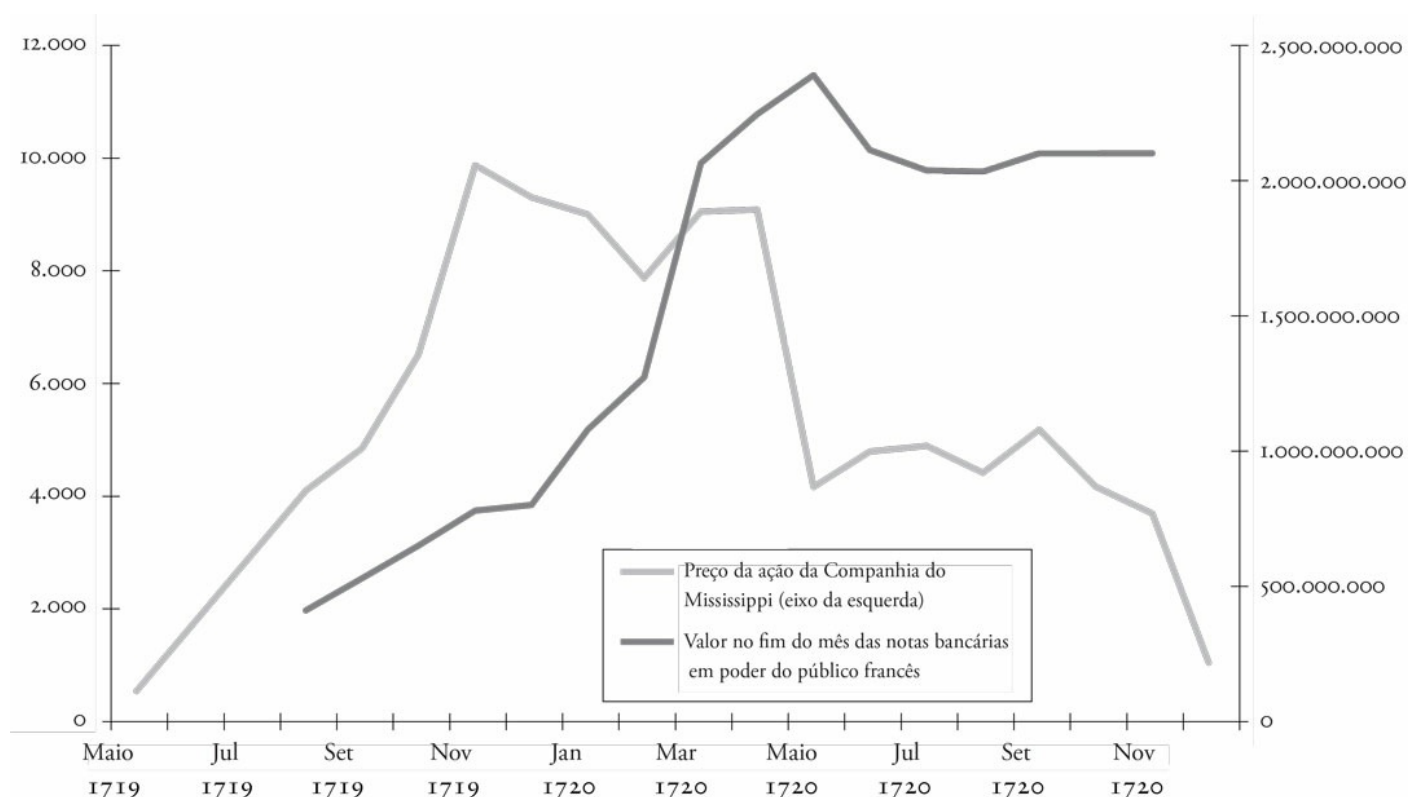
O final do espetáculo na rue Quicampoix, 1719, gravura de *A grande cena da insensatez*, publicada em Amsterdã um ano depois

Colocando seu dinheiro onde estava a sua boca, Law fez uma aposta com Thomas Pitt, conde de Londonderry (e tio do primeiro-ministro, William Pitt), que as ações britânicas cairiam de preço no ano seguinte. Ele vendeu £ 100.000 de ações da Companhia das Índias Orientais por £ 180.000 (ou seja, um preço de £ 180 por ação, ou 80% acima do valor nominal) para entrega no dia 25 de agosto de 1720.[63] (O preço das ações no final de agosto de 1719 estava £ 194, indicando que a expectativa de Law era de um declínio no preço de £ 14.)

Mas a fraude no âmago da autoconfiança de Law não poderia se sustentar indefinidamente. Mesmo antes da sua indicação como controlador geral, os primeiros sinais da fase quatro dos cinco estágios do ciclo da bolha – a aflição – tinha começado a se manifestar. Quando o preço da ação Mississippi começou a declinar em dezembro de 1719, chegando a 7.930 *livres* no dia 14 de dezembro, Law recorreu ao primeiro dos muitos expedientes artificiais para sustentá-la, abrindo um escritório no Banque Royale que garantia comprar (e vender) as ações no preço do mercado de 9.000 *livres*. Como se simplificasse as questões, no dia 22 de fevereiro de 1720, foi anunciado que a Companhia estava assumindo o Banque Royale. Law também criou opções (*primes*) que custavam 1.000 *livres*, que habilitavam seu titular a comprar uma ação por 10.000 *livres*, durante os seis meses seguintes; ou seja, um preço efetivo de 11.000 *livres* – 900 *livres* acima do real valor de 10.100 *livres*, no dia do pico, 8 de janeiro. Essas medidas foram suficientes para manter o preço da ação acima de 9.000 *livres* até meados de janeiro de 1720 (embora o efeito do preço do mercado fosse tornar as opções sem valor; generosamente, Law permitiu que os acionistas as convertessem em ações, ao índice de dez *primes* por ação).

A inflação, entretanto, estava se acelerando alarmantemente fora da bolsa de valores. No seu pico, em setembro de 1720, os preços em Paris estavam aproximadamente o dobro do que tinham sido dois anos antes, com a maior parte do aumento chegando nos onze meses anteriores. Isso foi um reflexo do extraordinário aumento da circulação de notas bancárias que Law causara. No espaço de pouco mais de um ano, ele tinha mais do que dobrado o volume do papel moeda no mercado. Em maio de 1720, o total de suprimento de dinheiro (notas bancárias, papel-moeda e ações nas mãos do público, porque as ações podiam ser transformadas em moeda na hora que se quisesse) era cerca de quatro vezes maior em termos de *livre*, do que a cunhagem de ouro e prata que a França usara anteriormente.[64] Não é de surpreender que algumas pessoas começassem a prever a depreciação das notas bancárias e a buscar convertê-las em ouro e prata. Sempre absolutista, a reação inicial de Law foi apelar para a compulsão. As notas bancárias foram transformadas em moeda legal. A exportação do ouro e da prata foi proibida, assim como a produção e a venda de objetos de ouro e prata. No momento do *arrêt* de 27 de fevereiro de 1720, era ilegal para um cidadão privado possuir mais de 500 *livres* de moeda de metal precioso. As autoridades foram habilitadas a fazer

buscas nas casas das pessoas, para implementar essa medida. Voltaire chamou isso de "o decreto mais injusto jamais imposto" e "o limite final de um absurdo tirânico".[65]

A Bolha Mississippi: dinheiro e preços das ações (em *livres*)

Ao mesmo tempo, Law manipulou obsessivamente o índice do câmbio das notas bancárias em relação ao ouro e à prata, alterando 28 vezes o preço oficial do ouro e o preço da prata não menos do que 35 vezes, entre setembro de 1719 e dezembro de 1720 – tudo isso num esforço de tornar as notas bancárias mais atrativas para o público do que as moedas. Mas o fluxo de regulamentos algumas vezes contraditórios serviu apenas para desnortear as pessoas e para ilustrar a tendência de um governo absolutista de criar regras econômicas em benefício próprio. "Através de uma nova mágica toda secreta", um observador relembrou mais tarde, "as palavras se juntavam e formavam decretos e éditos que ninguém compreendia, e o ar estava cheio de ideias obscuras e de quimeras."[66] Num dia o ouro e a prata podiam ser livremente exportados; no dia seguinte, não. Num dia, as notas bancárias eram impressas tão rápido quanto podiam operar as impressoras; no dia seguinte, Law queria limitar o suprimento de moeda em 1,2 milhão de *livres*. Num dia, havia um preço de mercado de 9.000 *livres* para as ações da Companhia Mississippi; no dia seguinte, não. Quando esse teto foi removido no dia 22 de fevereiro, as ações, como era de se esperar, despencaram. No dia 5 de março, aparentemente sob a pressão do regente, Law tentou mais uma mudança radical, restituindo o preço de mercado de 9.000 *livres* e reabrindo o escritório no Banque Royale para comprá-las por esse preço. Mas isso significou que a tampa do suprimento do dinheiro foi mais uma vez removida – a despeito da asserção no mesmo decreto de que "a nota bancária era um dinheiro

que não podia ser alterado em valor", e apesar de compromisso anterior sobre o limite de 1,2 milhão de *livres*.[67] Naquele momento, os investidores mais espertos estavam mais do que felizes em ter 9.000 *livres* para cada uma das suas ações. Entre fevereiro e março de 1720, houve um aumento de 94% na posse de papel-moeda nas mãos do público. Enquanto isso, a posse dessas ações caiu para menos de um terço do total do número de ações emitidas. Parecia inevitável que em breve todas as ações fossem descarregadas na Companhia, desencadeando um dilúvio adicional de notas bancárias e um surto na inflação.

No dia 21 de maio, numa aposta desesperada para evitar uma desintegração, Law induziu o regente a emitir um decreto deflacionário, reduzindo o preço oficial das ações da Companhia, em etapas mensais, de 9.000 para 5.000 *livres*, ao mesmo tempo em que cortava a metade do número de notas bancárias em circulação. Também desvalorizou as notas bancárias, revogando assim o decreto anterior que garantia que isso não aconteceria. Foi então que os limites da realeza absolutista, que fundamentavam o Sistema de Law, repentinamente se tornaram aparentes. Um violento protesto público forçou o governo a revogar essas medidas apenas seis dias depois que foram anunciadas, mas o dano na confiança no Sistema foi, dessa vez, irrevogável. Depois de uma calmaria inicial, o preço das ações escorregou de 9.000 *livres* (16 de maio) para 4.200 (31 de maio). Multidões furiosas se reuniram na frente do Banque Royale, que teve dificuldade de atender a demanda de notas bancárias. Pedras foram jogadas, janelas foram quebradas. "A perda mais pesada", escreveu um observador britânico, "caiu sobre o povo deste país, e afetou todas as classes sociais e as diferentes condições financeiras entre elas. Não é possível expressar o quão grande e geral a sua consternação e desespero parecem nessa ocasião; os príncipes de linhagem, e todos os grandes homens exclamam muito calorosamente contra o que aconteceu."[68] Law foi denunciado inequivocamente numa reunião extraordinária do Parlamento. O regente se retratou, revogando o decreto de 21 de maio. Law apresentou a sua renúncia, mas foi simplesmente demitido no dia 29 de maio. Ele foi colocado em prisão domiciliar; seus inimigos queriam vê-lo na Bastilha. Pela segunda vez em sua vida, Law enfrentava a prisão e talvez até a morte. (Uma comissão investigativa logo encontrou evidência de que as emissões de notas bancárias de Law haviam ultrapassado o limite autorizado, então havia motivos justificados para a acusação.) O Banque Royale fechou as suas portas.

John Law era um artista em tirar o corpo fora, e também um trapaceiro. Rapidamente ficou claro que ninguém além dele tinha qualquer chance de evitar o completo colapso do sistema financeiro – que era, no final da linha, o seu Sistema. Sua chamada de volta ao poder (num posto menos importante de intendente-geral do Comércio) provocou um revigoramento na bolsa de valores, com as ações da Companhia Mississippi chegando a 6.350 *livres* no dia 6 de junho. Entretanto, foi apenas um adiamento. No dia 10 de outubro, o governo foi forçado a reintroduzir o uso do ouro e da prata nas transações domésticas. A ação Mississippi retomou sua queda não muito depois disso, atingindo 2.000 *livres* em setembro e 1.000 *livres* em dezembro. Não se conseguiu impedir ou sequer adiar um pânico generalizado. Foi nesse

momento que Law, caluniado pelo povo e difamado pela imprensa, finalmente fugiu do país. Ele teve uma "despedida tocante" com o duque de Orleans antes de partir. "Senhor", disse Law, "eu reconheço que cometi grandes erros. Mas os cometi porque sou apenas humano, e todos os homens são passíveis de errar. Mas declaro que em nenhum desses atos procedi com malevolência ou desonestidade, e que nada desse caráter será descoberto em todo o curso da minha conduta."[69] Ainda assim, sua mulher e sua filha não puderam sair da França, enquanto ele estava sendo investigado.

Como se tivesse sido espetada por uma espada, a Bolha Mississippi então explodiu, e o barulho do ar escapando ressoou por toda a Europa. Tão encolerizado ficou um investidor holandês, que encomendou especialmente uma série de gravuras satíricas na China. A inscrição em uma das gravuras afirma: "Por Deus, todas as minhas ações são imprestáveis!". Outra gravura é ainda mais direta: "Ações de merda, e comércio de vento". No que se refere aos investidores em Amsterdã, a companhia de Law vinha negociando com algo nada mais substancial do que o vento – num contraste acentuado com a Companhia das Índias Orientais Holandesa, que tinha entregado os bens na forma de especiarias e tecidos. Como os versos de um folheto holandês com uma caricatura satírica expressaram:

> Essa é a assombrosa terra do Mississippi
> Tornada famosa por suas negociações acionárias,
> Que através da fraude e da conduta trapaceira,
> Malbaratou incontáveis tesouros.
> Seja como for que os homens olhem as ações,
> É vento e fumaça e nada mais.

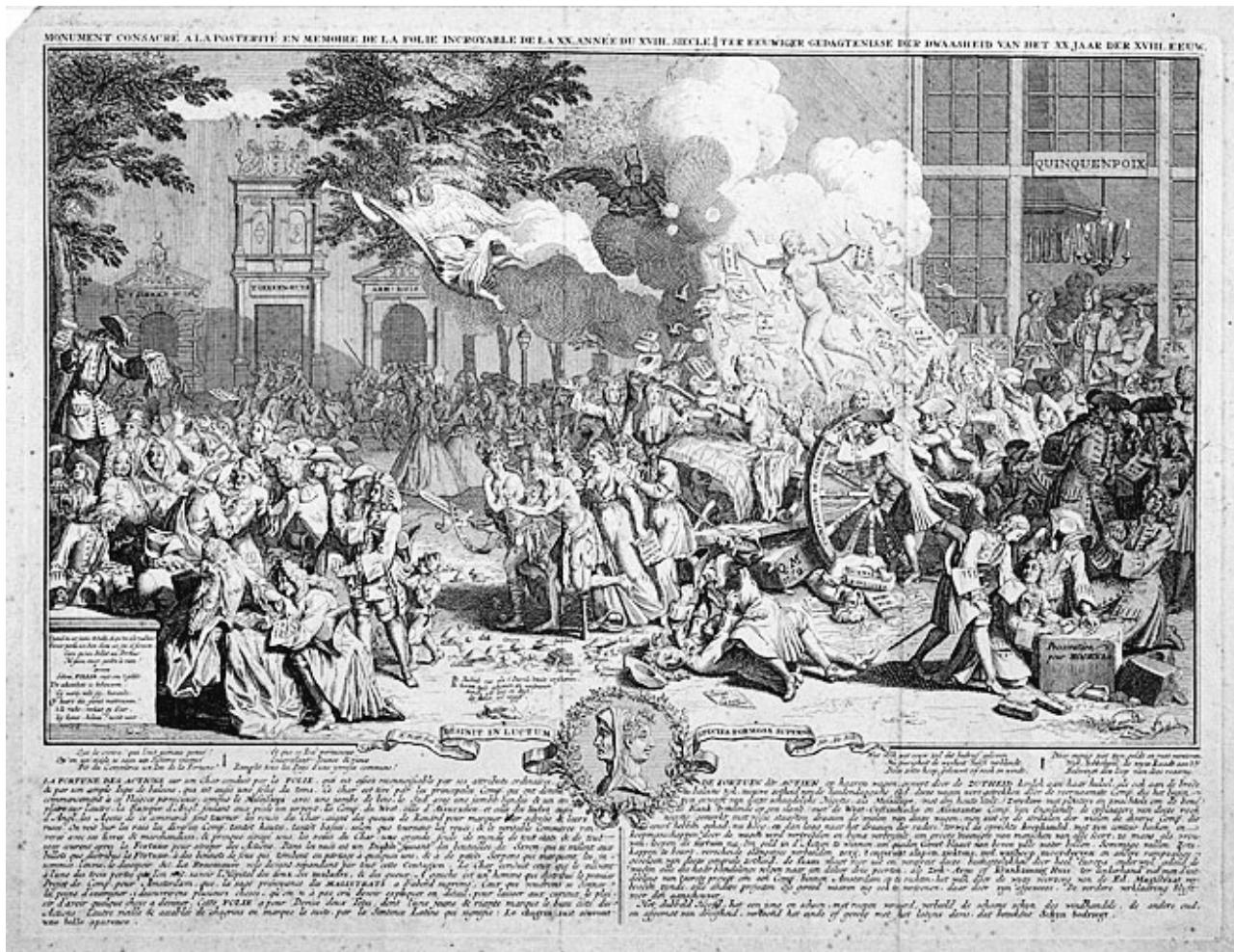
Uma série de gravuras jocosamente alegóricas foi produzida e publicada como *A grande cena da insensatez*, que mostra corretores de ações sem nádegas comendo moedas e excretando ações Mississippi; investidores dementes correndo desorientados na rue Quincampoix, antes de serem arrastados para o manicômio; e Law, passando alegremente por castelos no ar, numa carruagem puxada por dois enlameados galos galeses.[70]

O próprio Law não saiu financeiramente incólume. Ele saiu da França com quase nada, graças à sua aposta com o conde de Londonderry, que a ação da Companhia das Índias Orientais britânica cairia para £ 180. Em abril de 1720, o preço tinha subido para £ 235, e continuou a subir enquanto os investidores saíam de Paris, para o que parecia o porto mais seguro de Londres (naquele momento nas garras da sua própria Bolha dos Mares do Sul, menos espetacular). Em junho, o preço da ação estava em £ 420, declinando um pouco para £ 345 em agosto, quando vencia o prazo da aposta de Law. O banqueiro londrino de Law, George Middleton, também ficou arruinado pelo esforço que teve de fazer para honrar a obrigação do seu cliente. Entretanto, as perdas na França foram mais do que apenas substanciais. A bolha e o malogro de Law atrasaram fatalmente o desenvolvimento econômico da França, colocando os franceses longe do alcance do papel-moeda e das bolsas de valores durante gerações. A crise fiscal da monarquia francesa continuou sem solução e, no que

restaria dos reinados de Luís XV e do seu sucessor, Luís XVI, a coroa viveu essencialmente à míngua, sem perspectivas, cambaleando de uma reforma malograda a outra, até que a falência real finalmente precipitou a revolução. A magnitude da catástrofe foi talvez mais bem capturada por Picart, em sua elaborada gravura, *Monumento consagrado à posteridade* (1721). À direita, investidores holandeses sem vintém se reúnem morosamente na enfermaria, no manicômio e no asilo. Mas a cena parisiense à esquerda é mais apocalíptica. Uma Fortuna nua faz chover as ações e as opções Mississippi sobre uma turba que vem da rue Quincampoix, enquanto um carro de Jagrená, puxado por indianos, esmaga um contador debaixo de uma imensa roda da fortuna, e dois homens brigam em primeiro plano.[71]

Corretores lançando moedas e puns: gravura de *A grande cena da insensatez* (1720)

Na Grã-Bretanha, por contraste, a Bolha dos Mares do Sul foi significantemente menor e arruinou um número menor de pessoas – não somente porque a Companhia dos Mares do Sul jamais assumiu o controle do Banco da Inglaterra do modo que Law tinha controlado o Banque Royale. Em essência, o esquema da Mares do Sul do seu fac-símile inglês, John Blunt, era converter a dívida diversificada do governo, a maior parte dela criada para financiar a Guerra da Sucessão Espanhola, em ações sem dividendo fixo de uma companhia que tinha sido licenciada para monopolizar o comércio com o Império Espanhol na América do Sul. Tendo chegado a um acordo sobre o preço da conversão das anuidades e outros instrumentos de

débito, os diretores da Companhia dos Mares do Sul somente lucrariam se pudessem fazer com que os donos das anuidades do governo aceitassem as ações da Mares do Sul num elevado preço de mercado, já que isso deixaria os diretores com ações excedentes para vender ao público.[72] Nisso eles tiveram sucesso, usando truques similares aos empregados por Law em Paris. As ações foram oferecidas ao público em quatro séries, com o preço subindo de £ 300 por ação em abril de 1720, para £ 1.000 em junho. Foi permitido o pagamento em parcelas. Empréstimos foram oferecidos contra as ações. Generosos dividendos foram pagos. A euforia, no momento devido, deu lugar à mania; como o poeta Alexander Pope observou, era “ignominioso (nesta Era de Esperança e de Montanhas de Ouro) não se Aventurar”.73

Bernard Picart, *Monument Consecrated to Posterity* (1721)

Diferentes de Law, entretanto, John Bull e seus associados tiveram que disputar com a competição do Banco da Inglaterra, que impeliu para cima os termos que eles tinham que oferecer aos beneficiários das anuidades. Diferentes de Law, eles também tiveram que lutar contra a oposição política na forma dos liberais-conservadores no Parlamento, que aumentaram os subornos que eles tinham que pagar para garantir uma legislação favorável (somente o secretário do Tesouro ganhou £ 249.000 das suas opções acionárias). E, diferentes de Law, eles não conseguiram estabelecer posições monopolistas sobre a bolsa de valores e o

mercado de crédito. Pelo contrário, havia um tal ímpeto de novas companhias – 190 no total – buscando levantar capital em 1720, que os diretores da Mares do Sul precisaram conseguir que seus aliados no Parlamento aprovassem o que ficou conhecido como a Lei da Bolha, destinada a restringir os financiamentos de novas companhias.****** Ao mesmo tempo, quando a demanda por dinheiro criada pela terceira subscrição da Mares do Sul excedeu os recursos do mercado monetário, não havia nada que os diretores pudessem fazer para injetar liquidez adicional; de fato, o banco da Companhia dos Mares do Sul, Sword Blade Company, acabou fechando no dia 24 de setembro. (Diferente do Banco da Inglaterra, e diferente do Banque Royale, suas notas promissórias não eram moeda corrente.) A mania de maio e junho foi seguida, depois de um hiato de angústia em julho (quando os *insiders* e os especuladores estrangeiros conseguiram os seus lucros), pelo pânico de agosto. "A maioria das pessoas achou que ele viria", lamentou um desafortunado e, agora, pobre Jonathan Swift, "mas nenhum homem se preparou para isso; nenhum homem considerou que ele chegaria *como um Ladrão na noite*, exatamente como acontece num caso de morte."[74]

Ainda assim, o dano causado pelo estouro da bolha foi muito menos fatal do que do outro lado do canal. Do valor nominal do pico, os preços subiram por um fator de 9,5, no caso das ações da Mares do Sul, comparados com 19,6 no caso das ações do Mississippi. Outras ações (do Banco da Inglaterra e da Companhia das Índias Orientais) subiram por múltiplos substancialmente menores. Quando os preços das ações chegaram de volta à terra em Londres, não havia um dano sistêmico duradouro para o sistema financeiro, além da contenção sobre a formação de futuras companhias acionárias, representada pela Lei da Bolha. A própria Companhia dos Mares do Sul continuou a existir; a conversão da dívida do governo não foi revogada; os investidores estrangeiros não deram as costas para os títulos, ações e outros valores ingleses.[75] Enquanto a França inteira foi afetada pela crise inflacionária que Law desencadeou, a provinciana Inglaterra pareceu ter sido pouco afetada pelo estouro da Mares do Sul.[76] Nesse conto de duas bolhas, foi a francesa que teve o pior dos mundos.

Touros e Ursos

No dia 16 de outubro de 1929, Irving Fisher, professor de economia da Universidade de Yale, declarou que os preços das ações nos Estados Unidos tinham "atingido o que parece ser um platô permanentemente alto".[77] Oito dias depois, na "Quinta-Feira Negra", a média industrial do Dow Jones declinou 2%. Dizem que esse declínio marca convencionalmente o começo do desastre financeiro de Wall Street, embora de fato o mercado estivesse escorregando desde o começo de setembro, e já tinha sofrido uma queda aguda de 6% no dia 23 de outubro. Na "Segunda-Feira Negra" (28 de outubro) ele despencou 13%; no dia seguinte, mais 12%. Ao longo dos três anos seguintes, a bolsa de valores dos Estados Unidos desabou por assombrosos 89%, atingindo seu nadir em julho de 1932. O índice não recuperou seu pico senão em novembro de 1954. O que foi pior, essa deflação no preço das ações coincidiu com

a pior depressão, se é que não a provocou de fato, em toda a história. Nos Estados Unidos, a produção se reduziu a um terço do que fora. O desemprego atingiu um quarto da força de trabalho civil, perto de um terço se uma definição moderna for usada. Foi uma catástrofe global que viu os preços e a produção declinarem em quase todas as economias do mundo, embora somente o tombo alemão tivesse sido tão grave quanto o americano. O comércio mundial encolheu em dois terços, enquanto os países buscavam inutilmente se esconder atrás de barreiras e cotas de importação. O sistema financeiro internacional quebrou em pedaços, num tumulto de calotes, controles de capital e depreciações de moedas. Somente a União Soviética, com sua economia planejada, autárquica, não foi afetada. Por que isso aconteceu?

Alguns desastres financeiros têm causas óbvias. Manifestamente, um desastre financeiro muito pior na bolsa de valores tinha acontecido no final de julho de 1914, quando a eclosão da I Guerra Mundial precipitou uma tal desintegração que as principais bolsas de valores do mundo – incluindo a de Nova York – simplesmente tiveram que fechar suas portas. E fechadas elas permaneceram de agosto até o final de 1914.[78] Mas aquilo foi o efeito de uma guerra mundial que atingiu os mercados financeiros como um raio em céu azul.[79] O estouro de outubro de 1929 é muito mais difícil de explicar. A primeira página do *New York Times*, no dia anterior à Quinta-Feira Negra, exibe artigos de destaque sobre a queda do *premier* francês, Aristide Briand, e uma votação no Senado americano a respeito de impostos sobre produtos químicos importados. Às vezes, os historiadores consideram o beco sem saída das reparações financeiras imposto à Alemanha depois da I Guerra Mundial e o aumento do protecionismo americano como os gatilhos da Depressão. Mas a primeira página do jornal também exibia pelo menos quatro reportagens sobre o vendaval que tinha castigado a costa leste no dia anterior.[80] Talvez os historiadores devessem ter culpado o mau tempo pelo desastre financeiro de Wall Street. (Essa pode até mesmo não ser uma proposição tão descabida. Muitos veteranos da City de Londres ainda lembram que a Segunda-Feira Negra – 19 de outubro de 1987 – aconteceu depois que ventos com a força de um furacão devastaram o sudeste da Inglaterra na sexta-feira anterior.)

Contemporâneos perceberam que houve uma dimensão psicológica na crise. Em seu discurso de posse, o presidente Franklin Delano Roosevelt argumentou que tudo o que os americanos tinham que temer era o "próprio medo". John Maynard Keynes falou sobre um "fracasso nos mecanismos imateriais da mente". Ainda assim, ambos os homens também insinuaram que a crise era parcialmente devida a uma má conduta financeira. Roosevelt espinafrou "os inescrupulosos cambistas" de Wall Street; em sua *Teoria geral*, Keynes comparou a bolsa de valores a um cassino.

De algum modo, pode-se argumentar que a Grande Depressão tinha suas raízes nos transtornos econômicos globais que surgiram na crise anterior de 1914. Durante a I Guerra Mundial, a produção industrial e agrícola não europeia havia se expandido. Quando a produção europeia reapareceu no mercado depois do retorno da paz, houve um excesso crônico de produção que jogou os preços dos produtos primários para baixo muito antes de

1929. Essa queda de preços tornou ainda mais difícil para os países com grandes dívidas externas (incluindo a Alemanha, sobrecarregada com as reparações da guerra) consiguirem a moeda estável de que precisavam para o pagamento dos juros aos seus credores estrangeiros. A guerra também tinha aumentado o poder da força do trabalho organizado na maioria dos países combatentes, tornando mais difícil para os empregadores cortar salários por causa da queda dos preços. Como as margens de lucro ficaram apertadas pelo aumento real dos salários, as empresas foram forçadas a demitir trabalhadores ou arriscar ir à falência. Todavia, o fato que permanece foi que os Estados Unidos, que estavam no epicentro da crise, estavam, em muitos aspectos, num bom estado econômico quando a Depressão eclodiu. Não havia escassez de produtividade, intensificada pela inovação tecnológica no período entre as duas guerras, em companhias como a Dupont (náilon), Procter & Gamble (sabão em pó), Revlon (cosméticos), RCA (rádio) e IBM (máquinas contábeis). "Uma razão fundamental para esperar por maiores ganhos futuros", argumentou Irving Fisher, de Yale, "foi que nós, na América, estávamos utilizando a ciência e a invenção na indústria como jamais o fizéramos anteriormente."[81] As práticas administrativas e gerenciais também estavam sendo revolucionadas por homens como Alfred Sloan, na General Motors.

Mas precisamente essas forças podem ter causado o deslocamento inicial que colocou em movimento uma clássica bolha da bolsa de valores. Para observadores como Fisher, realmente parecia como se o céu fosse o limite, na medida em que mais e mais famílias americanas aspiravam equipar seus lares com automóveis e bens duráveis – produtos que a venda a prestações colocava ao seu alcance. As ações da RCA subiram estonteantes 939% entre 1925 e 1929; seu coeficiente de ganhos nesse preço no pico do mercado foi de 73.[82] A euforia encorajou uma corrida nas novas ofertas iniciais públicas (IPOs); ações que valiam 6 bilhões de dólares foram emitidas em 1929, um sexto desse valor durante o mês de setembro. Houve uma proliferação de novas instituições financeiras conhecidas como consórcios de investimento, desenhadas para capitalizar sobre o *boom* da bolsa de valores. (Goldman Sachs escolheu o dia 8 de agosto de 1929 para anunciar seu próprio plano de expansão, na forma da Goldman Sachs Trading Corporation; se essa corporação não tivesse sido uma entidade independente, seu subsequente colapso poderia muito bem ter acabado com o próprio Goldman Sachs.) Ao mesmo tempo, muitos pequenos investidores (como o próprio Irving Fisher) confiaram na alavancagem para aumentar seu *portfolio* de ações e sua exposição na bolsa de valores, usando empréstimos de corretores (que frequentemente eram providos por corporações, e não por bancos) para comprar ações na margem, e desse modo pagando apenas uma fração do preço de compra com seu próprio dinheiro. Como em 1719, também em 1929 houve *insiders* inescrupulosos, como Charles E. Mitchell, do National City Bank, ou William Crapo Durant, da GM, e leigos ingênuos, como Groucho Marx.[83] Como em 1719, fluxos de dinheiro recente entre os mercados financeiros serviram para magnificar e transmitir choques. E, como em 1719, foi a ação das autoridades monetárias que determinaram a magnitude da bolha, e das consequências quando ela explodiu.

Talvez na obra mais importante da história econômica americana jamais publicada, Milton Friedman e Anna Schwartz argumentaram que foi o Federal Reserve System que teve a responsabilidade indutora por transformar a crise de 1929 numa Grande Depressão.[84] Eles não culparam o Fed pela própria bolha, argumentando que, com Benjamin Strong no comando do Federal Reserve Bank de Nova York, um equilíbrio razoável tinha sido atingido entre a obrigação internacional dos Estados Unidos de manter o padrão ouro restaurado e sua obrigação doméstica de manter a estabilidade dos preços. Ao esterilizar os grandes influxos de ouro nos Estados Unidos (impedindo que gerassem uma expansão monetária), o Fed pode ter, de fato, impedido a bolha de crescer ainda mais. O New York Fed também reagiu efetivamente ao pânico de outubro de 1929, ao conduzir operações em larga escala (não autorizadas) no mercado aberto (comprando títulos do setor financeiro), para injetar liquidez no mercado. Entretanto, depois da morte de Strong, de tuberculose, em outubro de 1928, o Federal Reserve Board (o conselho), em Washington, começou a administrar a política monetária, com resultados desastrosos. Primeiro, muito pouco foi feito para neutralizar a contração do crédito causado pela quebradeira dos bancos. Esse problema tinha emergido vários meses antes do estouro da bolsa de valores, quando bancos comerciais com depósitos de mais de 80 milhões de dólares suspenderam seus pagamentos. Contudo, o problema atingiu massa crítica em novembro e dezembro de 1930, quando 608 bancos quebraram, com depósitos totalizando 550 milhões de dólares, entre os quais o Banco dos Estados Unidos, que possuía mais de um terço de todos os depósitos perdidos. O fracasso das negociações de uma fusão que poderia ter salvado o banco foi um momento crítico na história da Grande Depressão.[85] Em segundo lugar, no sistema anterior a 1913, quando o Fed foi criado, uma crise desse tipo teria disparado uma restrição para a convertibilidade dos depósitos bancários para o ouro. Entretanto, o Fed piorou as coisas quando reduziu a quantidade de crédito pendente (dezembro de 1930-agosto de 1931). Essa decisão forçou mais e mais bancos a venderem seus ativos num ímpeto frenético por liquidez, forçando a queda dos preços dos títulos e piorando a situação geral. A onda subsequente de quebradeiras bancárias, entre fevereiro e agosto de 1931, assistiu aos depósitos bancários caírem para US$ 2,7 bilhões, 9% do total.[86] Em terceiro lugar, quando a Grã-Bretanha abandonou o padrão ouro em setembro de 1931, precipitando uma corrida de bancos estrangeiros para converter seus depósitos em ouro, o Fed aumentou sua taxa de desconto em dois pontos, para 3,5%. Essa decisão deteve a fuga de capital, mas colocou ainda mais bancos americanos na beira do precipício; o período de agosto de 1931 a janeiro de 1932 assistiu à quebra de 1.860 bancos, com depósitos de US$ 1,45 bilhões.[87] Ainda assim, o Fed não corria o risco de ficar sem ouro. Na véspera do rompimento da libra esterlina com o padrão ouro, o estoque de ouro nos Estados Unidos tiveram o maior aumento até então, de US$ 4,7 bilhões – 40% do total mundial. Mesmo no seu ponto mais baixo naquele outubro, as reservas de ouro do Fed excediam suas exigências legais, para cobrir mais de US$ 1 bilhão.[88] Em quarto lugar, somente em abril de 1932, como resultado de uma poderosa pressão política, o Fed tentou realizar operações em larga escala

no mercado aberto, o primeiro passo sério que tomou para conter a crise de liquidez. Mesmo isso não bastou para evitar uma onda final de quebradeiras de bancos no último trimestre de 1932, que precipitou os primeiros “feriados bancários” em todos os estados, ou seja, o fechamento temporário de todos os bancos.[89] Em quinto lugar, quando os rumores de que a nova administração Roosevelt desvalorizaria o dólar provocaram uma nova luta doméstica e estrangeira para converter dólares em ouro, o Fed mais uma vez aumentou a taxa de desconto, preparando a cena para o feriado bancário nacional proclamado por Roosevelt no dia 6 de março de 1933, dois dias depois da sua posse – um feriado do qual 2.000 bancos jamais voltariam.[90]

A incapacidade do Federal Reserve para evitar a quebra de um total de 10.000 bancos foi crucial, não apenas por causa do choque para os consumidores, cujos depósitos foram perdidos, e para os acionistas, cujas ações sem dividendos fixos foram perdidas, mas por causa do efeito mais amplo sobre o suprimento do dinheiro e sobre o volume do crédito. Entre 1929 e 1933, o público conseguiu aumentar sua posse em moeda corrente em 31%; as reservas dos bancos comerciais mal foram alteradas (de fato, os bancos que sobreviveram acumularam um excesso de reservas); mas os depósitos nos bancos comerciais diminuíram 37%, e os empréstimos, 47%. Os números absolutos revelam a dinâmica letal da “grande contração”. Um aumento da moeda corrente nas mãos do público de US$ 1,2 bilhão foi conseguido ao custo de um declínio de US$ 15,6 bilhões de depósitos bancários, e um declínio de US$ 19,6 bilhões em empréstimos bancários, o equivalente a 19% do PIB de 1929.[91]

Houve um tempo em que historiadores acadêmicos se sentiam melindrados ao afirmar que lições podem ser aprendidas da história. Esse é um sentimento desconhecido para os economistas, duas gerações dos quais lutaram para explicar a Grande Depressão precisamente para evitar sua recorrência. De todas as lições que emergiram desse esforço coletivo, esta permanece a mais importante: que uma política monetária ineficiente ou inflexível no rastro de um declínio agudo nos preços de ativos pode transformar a correção em recessão, e uma recessão numa depressão. De acordo com Friedman e Schwartz, o Federal Reserve Bank deveria ter buscado agressivamente injetar liquidez no sistema bancário de 1929 para frente, usando operações no mercado aberto numa larga escala, e expandindo, em vez de contraindo, os empréstimos através de uma janela de desconto. Ambos também sugeriram que menos atenção deveria ter sido dada aos fluxos do ouro. Mais recentemente, argumentou-se que o próprio padrão ouro entre as duas guerras era o problema, porque transmitia as crises (como a crise bancária e de moeda da Europa, em 1931) pelo mundo inteiro.[92] Uma segunda lição da história, consequentemente, parece ser que os benefícios de uma taxa de câmbio estável não são tão grandes para suplantar os custos de uma deflação doméstica. Qualquer pessoa que hoje duvide de que existem mais lições para serem aprendidas da história, precisa apenas comparar as análises acadêmicas e as ações recentes do atual presidente do Federal Reserve System.[93]

Algumas vezes, os eventos históricos mais importantes são os não eventos; as coisas que não aconteceram. O economista Hyman Minsky disse-o bem quando observou: “O evento econômico mais importante da era desde a II Guerra Mundial é algo que não aconteceu: não houve uma depressão profunda e duradoura”.[94] Isso é de fato surpreendente, pois o mundo não foi mal provido de “Dias Negros”.

Se os movimentos nos índices do mercado de ações fossem estatisticamente distribuídos como alturas humanas, dificilmente teria havido dias como aqueles. A maioria teria sido agrupada em torno da média, com somente um pequenino número de altos ou baixos extremados. Afinal de contas, não muitos de nós estamos abaixo de 1,22 m, ou acima de 2,44 m de altura. Se eu desenhar um histograma das alturas dos estudantes masculinos na minha classe de história financeira de acordo com sua frequência, o resultado seria uma clássica curva em forma de sino, com quase todos agrupados em torno da média americana de cerca de 1,78 m, com uma variação de 12,70 cm. Mas, nos mercados financeiros, não parece nada assim. Se você traçar um diagrama de todos os movimentos mensais do índice Dow Jones numa tabela, existem menos agrupamentos em torno da média e muito mais grandes subidas e caídas nos extremos, que os estatísticos chamam de “rabos gordos”. Se os movimentos da bolsa de valores seguissem uma “distribuição normal”, ou a curva do sino, como as alturas humanas, uma queda anual de 10% ou mais aconteceria somente uma vez a cada 500 anos, mas no Dow Jones uma queda dessas aconteceu mais ou menos a cada cinco anos.[95] E nunca se ouviu falar de quedas súbitas de 20% ou mais nas bolsas de valores – mais ou menos como pessoas de 0,30 cm –, mas, de fato, houve cerca de nove dessas quebras no século passado.

Na Segunda-Feira Negra de 19 de outubro de 1987, o Dow caiu aterrorizadores 23%, um de apenas quatro dias, quando o índice caiu mais de 10% numa única sessão da bolsa. A primeira página do *New York Times* na manhã seguinte disse tudo quando perguntou: “1987 se iguala a 1929?”. Do ponto culminante ao mais baixo, a queda foi de quase um terço, uma perda que chegou perto de um trilhão de dólares no valor das ações americanas. As causas do desastre financeiro foram muito debatidas na época. Realmente, o Federal Reserve aumentou as taxas no mês anterior de 5% para 6%. Mas a força-tarefa oficial presidida por Nicholas Brady colocou a maior parte da culpa pelo desastre no seguinte: na “venda mecânica, e insensível aos preços, por um [pequeno] número de instituições que usaram estratégias de *portfolios* cobertos por seguros, e por um pequeno número de grupos de fundos mútuos reagindo aos resgates e às amortizações”, e também “várias instituições orientadas agressivamente para o negócio, [que tentaram] vender se antecipando a declínios adicionais do mercado”. A situação piorou pelo colapso no sistema de transação automatizada da Bolsa de Valores de Nova York, e pela falta de “disjuntores de circuito”, que poderiam ter interrompido a venda dos futuros e as opções do mercado.[96] Entretanto, a coisa notável foi o que aconteceu em seguida – ou melhor, o que não aconteceu. Não houve Grande Depressão

nos anos 1990, a despeito das predições do *Lord* Rees-Mogg e outros.[97] Não houve nem mesmo uma recessão em 1988 (apenas uma modesta em 1990-1991). Pouco mais de um ano depois da Segunda-Feira Negra, o Dow estava de volta onde estivera antes do desastre financeiro. Para isso, algum crédito deve ser indiscutivelmente conferido aos presidentes dos bancos centrais, e particularmente ao então neófito Alan Greenspan, o presidente do Federal Reserve Bank, que acabara de suceder Paul Volcler apenas dois meses antes. A reação de Greenspan ao desastre financeiro da Segunda-Feira Negra foi rápida, sem hesitação e eficiente. Sua declaração concisa no dia 20 de outubro, afirmando a "presteza do Fed para servir como uma fonte de liquidez para apoiar o sistema econômico e financeiro", mandou um sinal aos mercados, e particularmente aos bancos de Nova York, que, se as coisas ficassem realmente ruins, ele estava pronto para afiançá-los.[98] Ao comprar agressivamente títulos do governo no mercado aberto, o Fed injetou o dinheiro de que o sistema muito precisava, empurrando para baixo o custo de fazer empréstimos do Fed em quase 2%[*******], num espaço de dezesseis dias. Wall Street respirou novamente. O que Minsky chamara de "Aquilo" não tinha acontecido.

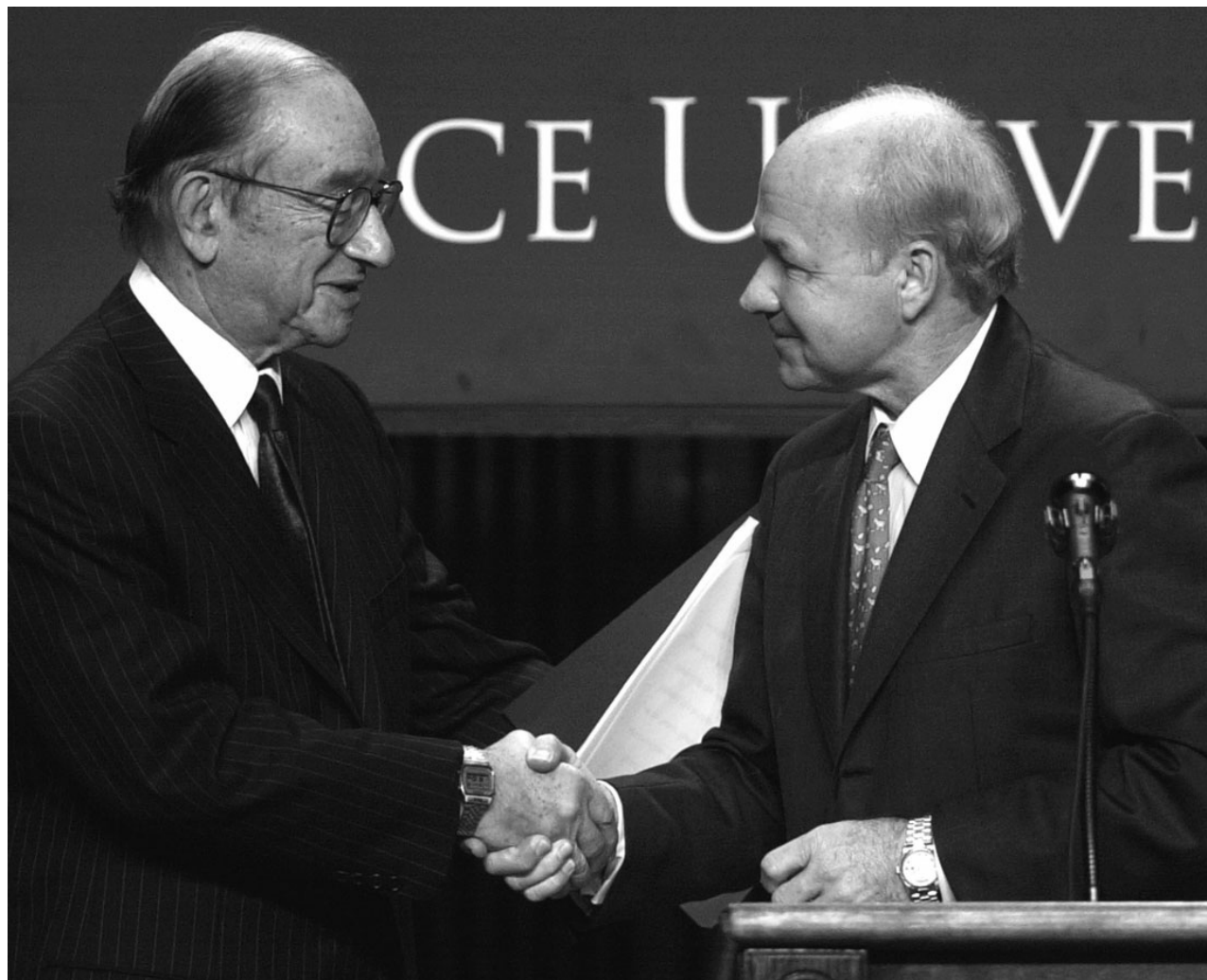
Tendo contido o pânico uma vez, o dilema, que se moveu furtivamente no fundo da mente de Greenspan dali em diante, foi se deveria ou não agir antecipadamente na próxima vez – para impedir totalmente o pânico. Esse dilema chegou quando uma clássica bolha da bolsa de valores tomou forma em meados dos anos 1990. O deslocamento nesse caso foi a explosão da inovação na indústria tecnológica e na de *software*, quando os computadores pessoais encontraram a Internet. Mas, como em todas as bolhas da história, uma política monetária acomodada também desempenhou um papel. De um pico de 6% em junho de 1995, a taxa* meta dos fundos do Federal Reserve tinha sido reduzida para 5,25 (janeiro 1996-fevereiro 1997). E ela foi aumentada para 5,5% em março de 1997, mas depois foi sendo cortada em etapas entre setembro e novembro de 1998 até 4,75%; e permaneceu nesse nível até maio de 1999, quando o Dow ultrapassou a marca dos 10.000 pontos. As taxas não foram aumentadas até junho de 1999.

Por que o Fed permitiu que a euforia corresse solta nos anos 1990? O próprio Greenspan se sentiu compelido a advertir sobre a "exuberância irracional" da bolsa de valores, já no dia 5 de dezembro de 1996, logo depois de o índice Dow Jones ter subido acima de 6.000 pontos.[********] Ainda assim, o aumento de um quarto de ponto da taxa, em março de 1997, mal foi suficiente para dispersar aquela exuberância. Em parte, Greenspan e seus colegas parecem ter subestimado o impulso da bolha tecnológica. Ainda em dezembro de 1995, com o Dow Jones um pouco acima da marca dos 5.000 pontos, membros do Comitê do Mercado Aberto do Federal Reserve especularam se o mercado não poderia estar se aproximando do seu auge.[99] Em parte, foi porque Greenspan sentiu que o Fed não deveria se preocupar com a inflação do preço dos ativos, mas, sim, com a inflação dos preços ao consumidor; e essa, ele acreditava, estava sendo reduzida por uma melhora importante na produtividade, graças, precisamente, ao *boom* tecnológico.[100] Em parte, como costuma acontecer com tanta frequência com as bolhas

da bolsa de valores, foi porque as pressões internacionais – nesse caso, a crise precipitada pelo não pagamento da dívida russa, em agosto de 1998 – exigiam uma ação contrária.[101] Em parte, foi porque Greenspan e seus colegas não mais acreditavam que era papel do Fed remover a poncheira da festa, na frase do seu antecessor, William McChesney Martin, Jr.[102] Para dar a Greenspan o que é de Greenspan, sua "política monetária em-cima-da-hora-certa" certamente evitou uma quebradeira na bolsa de valores. Não somente os anos 1930 foram evitados; do mesmo modo evitou-se a repetição da experiência japonesa, quando um esforço consciente do banco central para estourar uma bolha de ativos acabou disparando uma venda acelerada de 80% das ações na bolsa de valores e uma década de estagnação econômica. Mas havia um preço a pagar por essa estratégia. Não pela primeira vez na história das bolsas de valores, uma bolha de preço de ativos criou as condições perfeitas tanto para a malfeitoria quanto para a exuberância.

Para alguns observadores nervosos, os anos 1990 pareceram estranhamente com uma reprise dos "Exuberantes Anos 1920"; e, de fato, a trajetória da bolsa de valores nos anos 1990 foi quase idêntica à dos anos 1920. Ainda assim, de algumas maneiras foi mais como uma reprise dos anos 1720. O que a Companhia Mississippi de John Law tinha sido para a bolha que inaugurou o século XVIII, assim também outra companhia seria para a bolha que encerraria o século XX. Foi uma companhia que prometera aos seus investidores uma riqueza acima da sua mais louca imaginação. Foi uma companhia que afirmava ter reinventado todo o sistema financeiro. E foi uma companhia que usou totalmente a vantagem das suas impecáveis conexões políticas para percorrer todo o caminho até o topo do "mercado do touro", ou seja, usando manobras altistas na bolsa de valores. Nomeada pela revista *Fortune* como a Companhia Mais Inovadora da América durante seis anos consecutivos – de 1996 a 2001 –, essa companhia foi a Enron.

Em novembro de 2001, Alan Greenspan recebeu um prêmio prestigioso, acrescentando seu nome a uma lista de honra que incluía Mikhail Gorbachev, Colin Powell e Nelson Mandela. O prêmio foi o Enron Prize for Distinguished Public Service [Prêmio Enron para Notável Serviço Público]. Certamente Greenspan merecia a honraria. De fevereiro de 1995 a junho de 1999, ele aumentara as taxas de juros dos Estados Unidos apenas uma vez. Os homens dos negócios e das finanças começaram a falar da "opção Greenspan" (opção sobre a entrega de mercadorias em data e preço convencionados), porque tê-lo no Federal Reserve era como ter uma opção na bolsa de valores (uma opção, mas não uma obrigação de vender ações por um bom preço no futuro). Entretanto, desde meados de janeiro de 2000, a bolsa de valores dos Estados Unidos vinha despencando, justificando as advertências anteriores de Greenspan sobre a exuberância irracional. Não houve nenhum Dia Negro como em 1987. De fato, na medida em que o Federal Reserve cortava as taxas – de 6,5% em etapas até 3,5% –, a economia parecia que estava aterrissando suavemente; no pior dos casos, numa recessão muito curta. E então, quase sem qualquer aviso, o Dia Negro viu sua aurora em Nova York – na

forma, não de um desastre financeiro, mas de duas colisões deliberadas de aviões. Em meio às conversas sobre uma guerra e os medos de uma paralisação do mercado como em 1914, Greenspan cortou novamente os juros, de 3,5% para 3%, e mais – mais corte – para o mais baixo nível de todos os tempos, 1% em junho de 2003. Mais liquidez foi bombeada pelo Fed depois do dia 11 de setembro do que por todos os carros de bombeiros em Manhattan. Mas isso não conseguiu salvar a Enron. No dia 2 de dezembro de 2001, apenas duas semanas depois que Greenspan recebeu seu Prêmio Enron, a companhia declarou falência.

Alan Greenspan e Kenneth Lay

As semelhanças entre as carreiras de John Law, perpetrador da Bolha Mississippi, e a de Kenneth Lay, principal executivo da Enron, são surpreendentes, para dizer o mínimo. A pedra filosofal de John Law lhe permitiu “fazer ouro do papel”. A equivalente de Ken Lay foi “fazer ouro do gás”. O plano de Law tinha sido revolucionar as finanças do governo francês. O plano de Lay iria revolucionar o negócio global da energia. Durante anos, a indústria tinha sido dominada por imensas empresas de serviço público que proviam fisicamente a energia – bombeavam o gás e geravam a eletricidade – e a vendiam para os consumidores. A grande ideia de Lay, provida por Jeffrey K. Skilling, consultor da McKinsey, era criar uma espécie de Banco de Energia, que atuaria como intermediário entre os fornecedores e os consumidores.[103]

Como Law, Lay, filho de um pobre pregador do Missouri, tinha um passado familiar provinciano – como tinha a Enron, originalmente uma pequena empresa de gás em Omaha, Nebraska. Foi Lay quem renomeou a companhia,[*********] e mudou sua sede para Houston, no Texas. Também como Law, Lay tinha amigos altamente situados. Ele mesmo um aliado de longa data da indústria de energia texana, o presidente George H. W. Bush apoiou a legislação que desregulamentou a indústria e removeu os controles dos preços pelo governo, em 1992. Quase três quartos dos US$ 6,6 milhões da Enron para contribuições políticas foram para o Partido Republicano, incluindo US$ 35.000 de Lay e sua mulher, na eleição de 2000. O senador Phil Gramm foi o segundo maior recebedor das contribuições de campanha da Enron em 1996, e um forte proponente da desregulamentação da energia na Califórnia.

No final de 2000, a Enron era a quarta maior companhia da América, empregando cerca de 21.000 pessoas. E controlava um quarto do negócio do gás natural nos Estados Unidos. Surfando uma onda global de privatização do setor de energia, a companhia arrebatou ativos no mundo inteiro. Só na América Latina, a companhia tinha interesses na Colômbia, Equador, Peru, e Bolívia, de onde a Enron construiria seu gasoduto através do continente para o Brasil. Na Argentina, depois da intervenção do amigo pessoal de Lay, George W. Bush, a Enron comprou o controle da maior rede de gasodutos de gás natural do mundo. Acima de tudo, entretanto, a Enron negociava, não somente com ações de energia, mas virtualmente com todos os antigos elementos da terra, água, fogo e ar. E até mesmo afirmava que poderia negociar na banda larga da Internet. Numa cena saída diretamente do filme *Golpe de mestre*, analistas de bancos foram acompanhados através de falsos ambientes de transações de ações, onde funcionários, sentados diante de computadores, fingiam estar fazendo e fechando negócios pela rede. Foi uma reedição da Companhia Mississippi, do começo ao fim. E, exatamente como em 1719, a recompensa para os investidores parecia irresistível. Nos três anos subsequentes a 1997, o preço da ação da Enron foi multiplicado por um fator de quase 5, de menos de 20 dólares para mais de 90 dólares por ação. Para os executivos da Enron, que eram generosamente "incentivados" com opções de ações, as recompensas ainda eram maiores. No ano final da sua existência, a Enron pagou uma média de US$ 5,3 milhões a cada um dos seus 140 principais executivos. As vendas de carros de luxo enlouqueceram. Como também as propriedades em River Oaks, o bairro mais exclusivo de Houston. "Eu pensei um bocado sobre isso", observou Skilling, que se tornara o principal operador da Enron em 1997, "e tudo que importa é o dinheiro... Você compra lealdade com dinheiro. Essa bobagem de estímulos e sensibilidades delicadas não é tão importante quanto o dinheiro. É o que impulsiona o desempenho."[104] "As pessoas recebiam múltiplos do seu pagamento anual na Enron", Sherron Watkins relembrou quando a encontrei na frente da então defunta sede da Enron em Houston. "As pessoas ficavam menos reflexivas quando recebiam porcentagens de 75% em cima da base de salário anual. Ora, estamos recebendo uma porcentagem. As pessoas queriam múltiplos. E queriam receber o pagamento de duas, três, quatro vezes seu salário-base anual, como um bônus".[105] Na euforia de 1999, o time Houston Astros até mesmo rebatizou seu

estádio como Enron Field [Campo da Enron].

O único problema foi que, como o Sistema de John Law, o "Sistema" Enron era uma fraude elaborada, baseada na manipulação do mercado e em balanços fraudados. Em fitas que se tornaram públicas em 2004, podem-se ouvir corretores da Enron pedindo para encerrar a produção da El Paso Electric Company para manter os preços. Uma outra conversa se refere a "todo o dinheiro que vocês, rapazes, roubaram daquelas pobres avós da Califórnia". Os resultados dessas maquinações foram não somente os preços elevados que a Enron queria, mas também apagões para os consumidores. Num espaço de apenas seis meses depois que a lei da desregulamentação entrou em efeito, a Califórnia sofreu não menos do que 38 retumbantes apagões. (Numa outra fita, corretores, assistindo a reportagens pela televisão sobre incêndios nas florestas da Califórnia, gritam: "Queime, boneca, queime!", enquanto torres de transmissão de eletricidade empenam e caem.) Mesmo com essa manipulação do mercado, os ativos e os lucros declarados da companhia foram vastamente inflados, enquanto suas dívidas e perdas foram ocultas em, assim chamadas, "entidades de propósitos especiais" (SPEs), que não eram incluídas nos balanços consolidados da companhia. A cada trimestre, os executivos da companhia tinham que usar de mais fumaça e de mais espelhos para fazer as perdas reais parecerem lucros excepcionais. Skilling tinha chegado ao topo da companhia explorando novas técnicas financeiras como a conta *mark-to-market* e a securitização da dívida. Mas nem mesmo o diretor financeiro, Andrew Fastow, poderia mascarar perdas como lucros indefinidamente, em especial porque, a partir de determinado momento, ele estava usando SPEs como a Chewco Investment para forrar os seus bolsos e os dos outros executivos. Em meados dos anos 1990, os negócios internacionais da Enron estavam sangrando dinheiro profusamente, com uma hemorragia ainda mais espetacular depois do cancelamento de um importante projeto de geração de energia no estado indiano de Maharastra. A EnronOnline, o primeiro sistema de comercialização de *commodity* baseado na rede, teve uma grande movimentação financeira; mas o sistema ganhou dinheiro? Em Houston, a euforia estava sumindo gradualmente; os *insiders* estavam sentindo os primeiros sintomas de angústia e aflição. As SPEs de Fastow estavam recebendo nomes progressivamente ameaçadores e agourentos: Raptor I [Ave de rapina I] e Talon [Garra]. Ele e outros executivos se desfizeram sub-repticiamente de US$ 924 milhões em ações da Enron enquanto as coisas caminhavam bem.

Assegurou-se aos investidores que logo o preço da ação da Enron chegaria a 100 dólares. Quando ("por razões pessoais") Skilling anunciou inesperadamente a sua demissão no dia 14 de agosto de 2001, entretanto, o preço caiu abaixo de US$ 40. No mesmo mês, Sherron Watkins escreveu para Lay, para expressar seu medo de que a Enron "implodisse numa onda de escândalos contábeis". Isso foi precisamente o que aconteceu. No dia 16 de outubro, a Enron informou uma perda de US$ 618 milhões no terceiro trimestre, e uma redução de US$ 1,2 bilhão no valor líquido dos acionistas. Oito dias depois, com o inquérito da Securities and Exchange Commission ainda pendente, Fastow renunciou ao cargo de diretor financeiro. No

dia 8 de novembro, a companhia foi obrigada a revisar seus lucros nos cinco anos anteriores; o relato exagerado revelado foi de US$ 567 milhões. Quando a Enron declarou falência no dia 2 de dezembro, foi revelado que o balanço auditado havia ocultado US$ 25 bilhões na dívida de longo prazo da companhia; a dívida era, de fato, não US$ 13 bilhões, mas US$ 38 bilhões. Naquela altura, a angústia se transformara em revulsão; e o pânico vinha nos seus calcanhares. No final de 2001, as ações da Enron estavam valendo apenas 30 centavos.

Em maio de 2006, Lay foi declarado culpado em todas as dez acusações contra ele, incluindo conspiração, declarações falsas, fraude de valores e fraude bancária. Skilling foi declarado culpado em dezoito das 27 acusações que pesavam sobre ele. Lay morreu antes de ser sentenciado, enquanto estava de férias em Aspen, no Colorado. Skilling foi condenado a 24 anos e 4 meses na prisão, e a pagar US$ 26 milhões para o fundo de pensão da Enron; seu pedido de apelo está pendente. No final de tudo, dezesseis pessoas se declararam culpadas em outras acusações relacionadas com a Enron, e cinco outras (até agora) foram consideradas culpadas no julgamento. A empresa auditora da Enron, a Arthur Andersen, foi destruída pelo escândalo. Os principais perdedores, entretanto, foram os funcionários comuns e os pequenos acionistas, cujas poupanças viraram fumaça, acabaram sendo apenas “vento”, exatamente como os milhões de *livres* perdidos na implosão da Companhia Mississippi.

*

Inventada há quase quatro séculos, a companhia ou sociedade por ações de risco limitado é, de fato, uma instituição miraculosa, como também o é a bolsa de valores, na qual sua posse pode ser comprada e vendida. E mesmo que através da história financeira tenha havido companhias desonestas e trapaceiras, também houve mercados irracionais. De fato, os dois seguem de mãos dadas – porque, quando os touros estão correndo mais entusiasticamente é que as pessoas têm maior probabilidade de ser ludibriadas. Um papel crucial, entretanto, é quase sempre desempenhado pelos presidentes dos bancos centrais, que supostamente são os vaqueiros que devem controlar a manada. Evidentemente, sem o seu Banque Royale, Law jamais teria conseguido fazer o que fez. De maneira igualmente clara, sem a política monetária frouxa do Federal Reserve nos anos 1990, Kenneth Lay e Jeffrey Skilling teriam tido que trabalhar muito para elevar o preço das ações da Enron até US$ 90. Como contraste, a Grande Depressão oferece uma lição marcada a ferro e fogo sobre os perigos de uma política monetária excessivamente restritiva durante uma implosão na bolsa de valores. Às vezes, evitar uma repetição da Grande Depressão é considerado como um fim que justifica quaisquer meios. Mas a história da Companhia das Índias Orientais Holandesa, a primeira companhia de posse acionária, mostra que, com dinheiro sólido do tipo provido pelo Amsterdam Exchange Bank, as bolhas e os fiascos da bolsa de valores podem ser evitados.

No final, a trilha dos mercados financeiros pode jamais ser tão suave como gostaríamos. Enquanto as expectativas humanas sobre o futuro girarem entre as superotimistas e as superpessimistas – da ganância ao medo –, os preços das ações tenderão a traçar uma trilha

errática; de fato, uma linha não muito diferente dos picos recortados dos Andes. Como um investidor, você apenas deve ter esperança de que, quando tiver que descer do cume da euforia, será por um declive suave, e não pela encosta escarpada de um penhasco.

Mas não existe nada que possamos fazer para nos proteger de quedas reais e metafóricas? Como veremos no Capítulo 4, a evolução do seguro, a partir do seu humilde começo no século XVIII, tem criado uma série de respostas a essa questão, e cada uma delas oferece, pelo menos, alguma proteção para as encostas escarpadas e os rabos gordos da história financeira.

---

* Uma proporção de preços de ações dividida pelos ganhos, inclusive dividendos. A antiga média (1871) da proporção do preço-ganhos nos Estados Unidos é 15,5. Seu máximo foi atingido em 1999: 32,6. Atualmente permanece em 18,6 (números para o índice da Standard and Poors 500, e retrocedidos no tempo pelo Global Financial Data).

** Entre 1580 e 1640, as coroas da Espanha e de Portugal estiveram unidas.

*** Tecnicamente, a remoção da incerteza sobre os dividendos futuros conferiu às ações o caráter de ações preferenciais ou até mesmo de títulos.

**** Uma medida do sucesso do Banco de Amsterdã foi que aquela inflação de preços ao consumidor caiu de 2% por ano, entre 1550 e 1608, para 0,9% ao ano, entre 1609 e 1658, e para apenas 0,1% ao ano, entre 1659 e 1779. A apreciação de quase oito vezes do preço da ação da VOC pode, portanto, ser muito bem comparada com o desempenho do ajuste inflacionário das bolsas de valores modernas.

***** Traços de sobreviventes ainda podem ser encontrados nas paróquias acadianas de St. Charles, St. James, e St. John the Baptiste.

****** A Lei da Bolha tornou ilegal o estabelecimento de novas companhias sem autoridade estatutária, e impediu que as companhias já existentes conduzissem atividades não especificadas em seus alvarás.

******* Essa é a taxa de juros com a qual os bancos emprestavam uns aos outros, no âmbito do Federal Reserve, geralmente durante a noite. O Federal Reserve Open Market Committee, o Comitê de Mercado Aberto do FED, que é formado por sete governadores do Federal Reserve Board e os presidentes de doze Federal Reserve Banks regionais, estabelece uma meta de taxa em suas reuniões regulares. O Federal Reserve Bank de Nova York tem a tarefa de implementar efetivamente essa taxa através das operações do mercado aberto (comprando ou vendendo títulos no mercado de Nova York).

******** Sua formulação foi caracteristicamente opaca: “Claramente, sustentar uma baixa inflação subentende menos incertezas sobre o futuro, e prêmios para riscos mais baixos subentendem preços mais elevados de ações... Mas, como sabemos quando a exuberância irracional escalou indevidamente os valores do ativo...? Como presidentes de bancos centrais, não precisamos nos preocupar se uma bolha financeira em colapso não ameaça prejudicar a economia real... Mas não deveríamos subestimar, ou nos tornar complacentes diante da complexidade das interações dos mercados de ativos e a economia”.

********* Originalmente, a companhia iria ser chamada de Enteron, até que o *Wall Street Journal* indicou que *enteron* [enteron] era uma palavra derivada do grego que designava os intestinos.

4
O Retorno do Risco

O impulso financeiro mais básico mais entre todos nós é poupar para o futuro, porque o futuro é imprevisível. O mundo é um lugar perigoso. Não muitos de nós passa pela vida sem ter uma pequena falta de sorte. Alguns de nós acabam tendo muita sorte. Com frequência, é apenas uma questão de estar no lugar errado, na hora errada: como o delta do Mississippi na última semana de agosto de 2005, quando o furacão Katrina o atingiu, não uma, mas duas vezes. Primeiro houve o uivo de um vento a 225 quilômetros por hora que varreu as casas de madeira da área das suas fundações de concreto. Depois, duas horas mais tarde, chegou a tempestade de trinta pés, que abriu uma brecha em três dos diques que protegem Nova Orleans, do lago Pontchartrain e do rio Mississippi, despejando milhões de galões de água na cidade. Lugar errado, hora errada. Como o World Trade Center no dia 11 de setembro de 2001. Ou Bagdá em qualquer dia, desde a invasão americana em 2003. Ou em San Francisco quando – como um dia será – um terremoto realmente grande ocorrer ao longo da falha de San Andreas.

Coisas acontecem, como o ex-secretário de Defesa, Donald Rumsfeld, observou despreocupadamente, depois que a deposição de Saddam Hussein desencadeou uma orgia de saques na capital iraquiana. Algumas pessoas argumentam que talvez fosse mais provável que essas coisas acontecessem do que no passado, por causa da mudança climática, do crescimento do terrorismo ou da reação violenta aos erros crassos da política externa americana. A questão é: como podemos lidar com os riscos e as incertezas do futuro? O ônus para se garantir contra o infortúnio cai sobre o indivíduo? Ou deveríamos confiar na caridade voluntária dos seres humanos, nossos semelhantes, quando as coisas dessem horrivelmente errado? Ou deveríamos ser capazes de contar com o Estado – em outras palavras, nas contribuições compulsórias dos contribuintes, nossos semelhantes – para nos socorrer quando a enchente acontecer?

A história da administração do risco é a de uma longa luta entre nosso vão desejo de estar

seguro financeiramente – tão seguro, digamos, quanto uma viúva escocesa – e a dura realidade de que não existe uma coisa como "o futuro", no singular. Existem apenas múltiplos futuros imprevisíveis, que jamais perderão sua capacidade de nos pegar de surpresa.

O Grande Constrangimento

Nos *westerns* que eu via quando menino, eu ficava fascinado pelas cidades fantasmas, os povoamentos de vida curta que tinham sido deixados para trás pelo ritmo rápido da mudança na fronteira americana. Foi somente depois que fui a Nova Orleans, na esteira do furacão Katrina, que encontrei o que poderia muito bem se tornar a primeira cidade fantasma da América.

Eu tinha memórias felizes, mas nebulosas da Big Easy, como a cidade de Nova Orleans é conhecida. Como adolescente entre a escola e a universidade, saboreando meu primeiro gosto de liberdade, descobri que ela era o único lugar nos Estados Unidos onde eu poderia beber uma cerveja, apesar de ser menor de idade, o que certamente fez com que os músicos geriátricos de jazz do Preservation Hall soassem muito bem. Vinte e cinco anos mais tarde, e quase dois anos depois que a grande tempestade a golpeou, a cidade é uma sombra desesperada do que era. A paróquia de Saint Bernard estava num dos distritos mais afetados pela tempestade. Somente cinco entre cerca de 26.000 casas não foram inundadas. No total, 1.836 americanos perderam suas vidas como resultado do Katrina, dos quais a esmagadora maioria era da Louisiana. Só em Saint Bernard, o número de mortos foi 47. Ainda podemos ver os símbolos nas portas das casas abandonadas, indicando se um cadáver tinha sido ou não encontrado dentro das casas. Esses sinais convidam à comparação com a Inglaterra medieval na época da Peste Negra.

Nova Orleans depois do Katrina: onde o seguro não funcionou

Quando revisitei Nova Orleans em junho de 2007, o vereador Joey DiFatta e o resto do governo municipal de Saint Bernard ainda estavam trabalhando em *trailers*, na parte de trás do seu velho prédio, que a enchente destruiu. DiFatta permaneceu na sua escrivaninha durante a tempestade, e finalmente se refugiou no telhado quando a água continuou subindo. Do telhado, ele e seus colegas puderam apenas observar, impotentes, enquanto sua adorada vizinhança desaparecia debaixo de uma imunda água marrom. Coléricos pelo que viram como a incompetência da Federal Emergency Management Agency (FEMA) [Agência Federal de Administração de Emergência], eles resolveram restaurar o que tinha sido perdido. Desde então, têm trabalhado incansavelmente para reconstruir o que foi antes uma comunidade fortemente unida (muitos dos quais, como o próprio DiFatta, são descendentes dos colonos que vieram para a Louisiana das ilhas Canárias). Mas, persuadir milhares de refugiados a voltar para Saint Bernard esteve longe de ser fácil; dois anos mais tarde, a paróquia ainda tem apenas um terço da sua população pré-Katrina. Uma grande parte do problema acabou sendo o seguro. Hoje, fazer o seguro de uma casa em Saint Bernard, ou em outras partes mais baixas de Nova Orleans, é virtualmente impossível. E, sem o seguro dos prédios, é virtualmente impossível conseguir o financiamento de uma hipoteca.

Quase todos os sobreviventes do Katrina perderam propriedades no desastre, já que quase três quartos de todas as casas da cidade foram danificados. Houve não menos do que

1,75 milhão de pedidos de pagamento de seguro, com perdas estimadas em mais de US$ 41 bilhões, fazendo do Katrina a catástrofe mais cara na história moderna americana.[1] Mas o Katrina não submergiu apenas Nova Orleans. O furacão também deixou claro os defeitos de um sistema de seguro que dividia as responsabilidades entre companhias privadas de seguros, que ofereciam proteção contra danos, e o governo federal, que oferecia proteção contra inundações, sob um esquema que tinha sido introduzido depois do furacão Betsy em 1965. No restolho do desastre de 2005, milhares de assessores de companhias de seguro se desdobraram ao longo da costa da Louisiana e do Mississippi. De acordo com muitos residentes, seu trabalho não foi ajudar os donos de apólices desalojados pelo furacão, mas, sim, evitar pagá-los, asseverando que os danos que as suas propriedades tinham sofrido eram devidos à inundação, e não ao vento do furacão.[*] As companhias de seguro não contavam com um dos seus assegurados, o antigo piloto da Marinha dos Estados Unidos, e advogado célebre, Richard F. Scruggs, o homem outrora conhecido como o Rei dos Agravos (delitos de natureza civil).

"Dickie" Scruggs apareceu inicialmente nas manchetes nos anos 1980, quando representou trabalhadores de estaleiros cujos pulmões tinham sido fatalmente danificados pela exposição ao amianto, ganhando um acordo de US$ 50 milhões. Mas aquilo foi troco miúdo comparado com o que mais tarde ele faria as companhias de tabaco pagarem: mais de US$ 200 bilhões para o Mississippi e outros 45 estados, como uma compensação para os custos de Medicaid, elevados pelas doenças relacionadas com o fumo. O caso (imortalizado no filme *O informante*) fez de Scruggs um homem rico. Dizem que sua remuneração na ação foi de US$ 1,4 bilhão, ou US$ 22.500 por cada hora que seu escritório trabalhou. Ele usou parte desse dinheiro para adquirir uma casa de frente para o mar no Beach Boulevard, em Pascagoula, uma viagem curta (de jato privado, naturalmente) até seu escritório em Oxford, no Mississippi. Tudo que restou da sua casa depois do Katrina foi uma base de concreto, mais umas poucas paredes tão terrivelmente danificadas que tiveram de ser demolidas. Embora a sua companhia seguradora tivesse (sabiamente) pago o valor do seu seguro, Scruggs ficou assombrado quando soube do tratamento conferido a outros donos de apólices. Entre aqueles para quem ele se ofereceu para representar estava seu cunhado, Trent Lott, o antigo líder da maioria republicana no Senado, e seu amigo, o deputado estadual no Mississippi, Gene Taylor. Ambos haviam perdido suas casas no Katrina, e foram despachados sumariamente pelas suas seguradoras.[2] Numa série de casos na defesa de donos de apólices de seguro, Scruggs alegou que as seguradoras (principalmente a State Farm e a All State) estavam tentando renegar suas obrigações legais.[3] Ele e seu "Grupo Scruggs Katrina" realizaram uma detalhada pesquisa meteorológica para mostrar que quase todos os danos em Pascagoula tinham sido causados pelos ventos, horas antes da inundação. Scruggs também foi abordado por dois inspetores de seguros, que afirmaram que a companhia para a qual trabalhavam tinha alterado seus relatórios para atribuir o dano à inundação e não aos ventos. Os lucros recordes das companhias de seguro em 2005 e 2006 apenas estimularam o apetite de Scruggs para o

desagravo.** Como ele me disse quando nos encontramos na terra devastada onde antes se erguia a sua casa: "Esta cidade foi meu lar durante cinquenta anos; onde eu criei minha família; do que tenho muito orgulho. E, de alguma maneira, fico emocionado quando vejo isso". Naquela altura, a State Farm já tinha resolvido 640 casos levados por Scruggs em nome dos seus clientes, cujas reivindicações tinham sido inicialmente recusadas, num total de US$ 80 milhões; e tinha concordado em rever 36.000 outros casos.[4] Pareceu que as seguradoras estavam se retratando. A campanha de Scruggs contra elas entrou em colapso em novembro de 2007, quando ele, seu filho Zachary e três associados foram indiciados com acusações de tentar subornar um juiz da corte estadual, num caso de uma disputa sobre honorários legais relacionados com o Katrina.*** Scruggs agora enfrenta uma sentença de prisão de mais de cinco anos.[5]

Essa pode soar como apenas mais uma história da lassidão moral sulista – ou como prova de que aqueles que vivem pelo agravo, morrem pelo agravo. Ainda assim, independente do descenso de Scruggs, de bom sujeito para bandido, o fato que permanece é que ambas as seguradoras, State Farm e All State, agora declararam que uma grande parte da costa do golfo do México é uma zona "não assegurável". Por que arriscar renovar as apólices daqui, quando os desastres naturais acontecem muito frequentemente e onde, depois do desastre, as companhias têm que enfrentar tipos como Dickie Scruggs? A forte implicação pareceria ser que prover cobertura de seguro para os habitantes de lugares como Pascagoula e Saint Bernard não é mais algo que o setor privado está preparado para fazer. Ainda assim, está longe de ficar claro se os legisladores americanos estão prontos para assumir os riscos subentendidos por uma extensão adicional do seguro público. Os danos totais não assegurados que resultaram de furacões em 2005 provavelmente vão acabar custando ao governo federal pelo menos US$ 109 bilhões na assistência pós-desastre e US$ 8 bilhões de isenção de impostos, quase três vezes as perdas estimadas e cobertas por seguro.[6] De acordo com Naomi Klein, isso é sintomático de um "Disaster Capitalism Complex" [Complexo do Capitalismo de Desastre] disfuncional, que gera lucros privados para alguns, mas deixa o pagamento dos verdadeiros custos da catástrofe para os contribuintes.[7] Diante dessas contas ruinosas, qual é a maneira correta de proceder? Quando o seguro falha, a única alternativa é, com efeito, nacionalizar todos os desastres naturais – criando um imenso risco sem fundo para os governos?

Naturalmente, a vida sempre foi perigosa. Sempre houve furacões, exatamente como sempre houve guerras, pragas, pestes e fome. E os desastres podem ser pequenos negócios privados, como também grandes e públicos. Todos os dias, homens e mulheres ficam doentes, ou são feridos ou acidentados e não podem mais trabalhar. Todos nós envelhecemos e perdemos a força para ganhar o pão nosso de cada dia. E uns poucos desafortunados já nascem incapazes de se manter. E mais cedo ou mais tarde todos nós morreremos, frequentemente deixando um ou mais dependentes atrás de nós. O ponto-chave é que poucas dessas calamidades são

eventos aleatórios A incidência de furacões tem uma certa regularidade, como a incidência da doença e da morte. Em cada década, desde os anos 1850, os Estados Unidos têm sofrido entre um e dez grandes furacões (definidos como uma tempestade com ventos acima de 180 quilômetros por hora, e ondas de mais de 2,50 m). Ainda não ficou claro se a presente década vai bater o recorde dos anos 1940, que sofreu dez desses furacões.[8] Como existem dados que cobrem um século e meio, é possível vincular probabilidades à incidência e à escala dos furacões. O Corpo de Engenheiros do Exército dos Estados Unidos descreveu o furacão Katrina como uma tempestade 1 em 369, significando que existe uma chance de 0,25% de um furacão tão grande como esse ocorrer no país, em qualquer ano.[9] Uma opinião bastante diferente foi formulada pela empresa Risk Management Solutions, que, poucas semanas antes do desastre, julgou que um furacão do tamanho do Katrina era um evento que poderia acontecer a cada quarenta anos.[10] Essas apreciações diferentes indicam que, como os terremotos e as guerras, os furacões podem pertencer mais à esfera das incertezas do que à dos riscos adequadamente compreendidos.[****] Essas probabilidades podem ser calculadas com maior precisão para a maioria dos outros riscos que as pessoas enfrentam, sobretudo porque eles são mais frequentes, de modo que os padrões estatísticos são mais fáceis de reconhecer. Durante o tempo de vida de um americano médio, o risco de morte devido à exposição às forças da natureza, incluindo todos os tipos de desastres naturais, foi estimado em 1 em 3.288. O número equivalente para uma morte devida ao fogo num edifício é de 1 em 3.358. As chances de um americano médio ser morto a tiros são 1 em 314. Mas é mais provável que ele ou ela cometa suicídio (1 em 119); mais provável ainda que morra num acidente fatal rodoviário (1 em 78); e muito mais provável entre todas as possibilidades, que morra de câncer (1 em 5).[11]

Nas sociedades agrícolas pré-modernas, quase todos corriam riscos substanciais de morte prematura devido à má nutrição, ou doença, para não mencionar as guerras. Naquela época, as pessoas podiam fazer muito menos do que as gerações futuras, no que se referia à profilaxia. Elas confiavam muito mais em buscar apaziguar os deuses, ou Deus, que, como conjecturavam, determinava a incidência de fomes, pragas, pestes e invasões. Só lentamente os homens começaram a avaliar o significado das regularidades mensuráveis no tempo, na produção das safras e nas infecções. Só muito atrasadamente – nos séculos XVIII e XIX –, começaram a registrar sistematicamente a incidência das chuvas, das safras e da mortalidade de uma maneira que possibilitou o cálculo probabilístico. Mas, muito antes de fazê-lo, eles compreenderam a sabedoria de poupar: colocar dinheiro de lado para os proverbiais (e literais, nas sociedades agrícolas) dias extremamente chuvosos. A maioria das sociedades primitivas pelo menos tentou armazenar comida e outras provisões para aguentar os tempos difíceis. E nossas espécies tribais compreenderam instintivamente de tempos anteriores que fazia sentido partilhar recursos, pois existe uma segurança genuína nos números. Apropriadamente, dada a crônica vulnerabilidade dos nossos ancestrais, as primeiras formas de seguro foram provavelmente sociedades funerais, que separavam recursos para garantir um

enterro decente aos membros das tribos. (Essas sociedades permanecem a única forma de instituição financeira em algumas partes mais pobres da África.) Poupar antes de uma provável adversidade futura permanece o princípio fundamental do seguro, seja contra a morte, os efeitos da velhice, da doença ou de acidente. O truque é saber o quanto poupar e o que fazer com essas poupanças para assegurar que, diferente de Nova Orleans depois do Katrina, exista dinheiro suficiente no bolo para cobrir os custos da catástrofe, quando ela acontecer. Mas, para fazer isso, precisamos ser mais prudentes, astutos e engenhosos do que de hábito. E isso provê uma chave importante para onde a história do seguro tem as suas origens. Aonde mais, senão na cautelosa, sagaz e engenhosa Escócia?

Conseguindo Cobertura

Eles dizem que nós, escoceses, somos um povo pessimista. Talvez isso tenha a ver com o clima – todos aqueles dias lúgubres, chuvosos. Talvez seja por causa dos anos infindáveis de desapontamentos. Ou talvez seja por causa do calvinismo, que os habitantes das terras baixas, como a minha família, abraçaram na época da Reforma. A predestinação não é um artigo de fé especialmente encorajador, ou um pensamento lógico que pode assumir que um Deus onisciente já sabe qual de nós ("o Eleito") irá para o céu, e quais (um número bastante maior de pecadores incorrigíveis) de nós acabaremos no inferno. Por alguma razão, dois ministros da Igreja da Escócia merecem o crédito por inventar o primeiro fundo real de seguro há mais de 250 anos, em 1744.

É verdade que companhias de seguro existem antes dessa data. "Bodemeria" – o seguro dos "fundos" (cascos) dos navios mercantes – é o início do seguro como um ramo do comércio. Alguns dizem que os primeiros contratos de seguro datam do começo do século XIV na Itália, quando pagamentos para a *securitas* começaram a aparecer nos documentos comerciais. Mas os primeiros desses arranjos tinham o caráter de empréstimos condicionais a mercadores (como na antiga Babilônia), que seriam cancelados no caso de um acidente, infortúnio, revés, no lugar das apólices no sentido moderno;[12] em *O mercador de Veneza*, os "galeões" de Antonio são deixados conspicuamente sem seguro, deixando-o exposto e vulnerável à intenção assassina de Shylock. Não foi senão nos anos 1350 que os primeiros contratos reais de seguro começaram a aparecer, com prêmios que variavam entre 15% e 20% da soma assegurada, caindo para menos de 10% no século XV. Um típico contrato nos arquivos do mercador Francesco Datini (*c*. 1335-1410) estipula que os seguradores concordam em assumir os seguintes riscos: "de Deus, do mar, dos homens da guerra, do fogo, do alijamento das cargas ao mar, da prisão por príncipes, por cidades ou por qualquer outra pessoa, das retaliações, das prisões, de qualquer perda, perigo, infortúnio, impedimento ou sinistro que possam ocorrer, com a exceção do empacotamento e da alfândega", até que os bens assegurados fossem desembarcados a salvo no seu destino.[13] Gradualmente, esses contratos se tornaram padronizados – um padrão que duraria por séculos, depois que foi

incorporado na *lex mercatoria* (lei mercantil). Esses seguradores não eram, entretanto, especialistas, mas mercadores que também se engajavam no comércio por sua própria conta.

Começando no final do século XVII, algo parecido com um mercado dedicado ao seguro começou a se formar em Londres. As mentes estavam indubitavelmente focadas pelo Grande Incêndio de 1666, que destruiu mais de 13.000 casas.[*****] Quatorze anos mais tarde, Nicholas Barbon estabeleceu a primeira companhia de seguro contra o fogo. Mais ou menos na mesma época, um mercado de seguro marítimo especializado começou a se formar no café de Edward Lloyd, na Tower Street (mais tarde, Lombar Street), em Londres. Entre os anos 1730 e 1760, a prática de trocar informações no Lloyd's se tornou uma rotina até que, em 1774, uma Society of Lloyd's foi formada na Royal Exchange, agrupando inicialmente 79 membros vitalícios, que pagaram 15 libras por subscrições individuais. Comparada com as primeiras companhias comerciais monopolistas, a Lloyd's era uma entidade sem artifícios, essencialmente uma associação, não constituída em pessoa jurídica, de participantes do mercado. Os riscos dos seguradores (que literalmente escreviam seus nomes nos contratos de seguro, e era, por causa disso, também conhecidos como os Lloyd's Names [Nomes do Lloyd's]) eram ilimitados. E os arranjos financeiros eram o que agora seriam chamados de pague enquanto está indo ou fazendo – ou seja, o objetivo era coletar prêmios suficientes em qualquer ano, para cobrir os pagamentos daquele ano, e deixar uma margem de lucro. Os riscos limitados chegaram ao negócio dos seguros com a fundação do Sun Insurance Office (1710), uma companhia especializada em seguros contra incêndio e, dez anos mais tarde (no auge da Bolha dos Mares do Sul), do Royal Exchange Assurance Corporation e da London Assurance Corporation, que se concentraram nos seguros marítimos e de vida. Entretanto, essas três firmas ainda operavam numa base do pague enquanto está indo ou fazendo. Números da London Assurance mostram que a receita de prêmios geralmente, mas não sempre, excedia os pagamentos dos sinistros, com os períodos da guerra contra a França provocando picos em ambos. (Isso acontecia não menos porque, antes de 1793, era bastante normal para os seguradores de Londres vender seguros para comerciantes franceses.[14] Em tempos de paz, a prática continuou, de tal forma que, na véspera da I Guerra Mundial, a maior parte da marinha mercante da Alemanha era assegurada pelo Lloyd's.)[15]

O seguro de vida também existia na Idade Média. Os livros contábeis do mercador florentino Bernardo Cambi contêm referência ao seguro da vida de um papa (Nicolau V), do doge de Veneza (Francesco Foscari) e do rei de Aragão (Afonso V). Parece, entretanto, que esses eram pouco mais do que meras apostinhas, comparados com as apostas pesadas que Cambi fazia nas corridas de cavalos.[16] Na verdade, todas essas formas de seguro – incluindo até mesmo o seguro marítimo mais sofisticado – eram uma forma de jogo de azar. Ainda não existia uma base teórica adequada para a avaliação dos riscos que estavam sendo cobertos. Então, numa extraordinária investida de inovação, começando por volta de 1660, aquela base teórica foi criada. Em essência, houve seis rupturas cruciais:

1. *Probabilidade*. Foi a um monge de Port-Royal, que o matemático francês, Blaise Pascal, atribuiu o *insight* (publicado no livro *Ars Cogitandi*, de Pascal) de que "o medo do dano deve ser proporcional, não meramente à gravidade do dano, mas também à probabilidade do evento". Pascal e seu amigo Pierre de Fermat vinham entretidos com os problemas da probabilidade há muitos anos, mas, para a evolução do seguro, esse acabaria sendo um ponto crucial.

2. *Expectativa de vida*. No mesmo ano que o *Ars Cogitandi* foi publicado (1662), John Graunt publicou seu texto "Observações naturais e políticas... feitas sobre as contas da mortalidade", que buscava estimar a possibilidade de se morrer de uma determinada causa, tomando como base as estatísticas oficiais da mortalidade de Londres. Entretanto, os dados de Graunt não incluíam as idades na hora da morte, limitando o que se poderia legitimamente deduzir deles. Foi seu colega e membro da Royal Society, Edmund Halley, que fez a ruptura crítica usando os dados oferecidos à Royal Society pela cidade prussiana de Breslau (hoje Worclaw, na Polônia). A escala de vida de Halley, baseada em 1.238 nascimentos registrados e 1.174 mortes registradas, dá as probabilidades de não morrer num determinado ano: "Sendo 100 para 1, que um homem de 20 anos não morre dentro de um ano, mas 38 a 1 para um homem de 50...". Isso acabaria sendo as pedras fundamentais da matemática atuarial.[17]

3. *Certeza*. Em 1705, Jacob Bernoulli propôs que: "Sob circunstâncias similares, a ocorrência (ou não ocorrência) de um evento no futuro seguirá o mesmo padrão que foi observado no passado". Sua Lei de Números Grandes afirmou que poderiam ser tiradas inferências com um grau de certeza sobre, por exemplo, o conteúdo total de uma jarra cheia com duas espécies de bolas, na base de uma amostra. Isso provê a base para o conceito do significado estatístico e das formulações modernas das probabilidades em intervalos especificados de confiança (por exemplo, a declaração de que 40% das bolas da jarra são brancas, com um intervalo de confiança de 95%, subentende que o valor preciso reside em algum lugar entre 35% e 45% – 40 mais ou menos 5%).

4. *Distribuição normal*. Foi Abraham de Moivre quem mostrou que os resultados de qualquer tipo de processo repetido poderiam ser distribuídos ao longo de uma curva, de acordo com sua variação em torno do desvio médio ou padrão. "Embora o Acaso produza Irregularidades", escreveu de Moivre em 1733, "ainda assim as Probabilidades serão tão infinitamente grandes que, no processo do Tempo, aquelas Irregularidades não trarão nenhuma proporção à recorrência daquela Ordem que naturalmente resulta do Desígnio Original". A curva do sino que encontramos no Capítulo 3 representa a distribuição normal, na qual 68,2% dos resultados estão dentro de um desvio padrão (mais ou menos) da média.

5. *Utilidade*. Em 1738, o matemático suíço Daniel Bernoulli propôs que "O valor de um item não deve ser baseado no seu preço, mas, ao contrário, na utilidade que ele rende"; e que a "utilidade resultante de qualquer pequeno aumento na riqueza será inversamente proporcional à quantidade de bens previamente possuídos" – em outras palavras, US$ 100 valem mais para alguém de renda média do que para um gerente de um fundo de investimento.

6. *Inferência*. Em seu “Ensaio para resolver um problema na doutrina das chances” (publicado postumamente em 1764), Thomas Bayes se colocou o seguinte problema: “Dado o número de vezes nas quais um evento desconhecido ocorreu e fracassou; Exigida a chance que a probabilidade do seu acontecimento numa única tentativa reside em algum lugar entre quaisquer dois degraus de probabilidade que possa ser nomeada”. Sua resolução do problema – “A probabilidade de qualquer evento é o coeficiente entre o valor no qual uma expectativa, dependente do acontecimento do evento, deve ser calculada, e a chance da coisa esperada sobre o seu [sic] acontecimento” – antecipa a formulação moderna de que a utilidade esperada é a probabilidade de um evento, multiplicado pelo pagamento recebido no caso daquele evento.[18]

Em resumo, não foram os comerciantes, mas os matemáticos os verdadeiros progenitores do seguro moderno. Ainda assim, foram necessários dois ministros calvinistas para transformar a teoria na prática.

A igreja com seu cemitério – Greyfriars Kirkyard – na colina que é o coração da Cidade Velha de Edimburgo, atualmente é mais conhecida como Greyfriars Bobby, por causa do leal *skye-terrier* que se recusou a se afastar do túmulo do seu dono, e também pelos ladrões de túmulos – os assim chamados “Homens Ressurreição”. No começo do século XIX, era dali que saíam os cadáveres para serem dissecados na escola médica da Universidade de Edimburgo. Mas a importância do Greyfriars na história das finanças reside no antigo trabalho matemático do seu ministro, Robert Wallace, e do seu amigo, Alexander Webster, ministro de Tolbooth. Junto com Colin Maclaurin, professor de matemática em Edimburgo, foi sua realização criar o primeiro fundo moderno de seguro, baseado sobre corretos princípios atuariais e financeiros, em vez da antiga aposta mercantil.

O espírito do seguro: Alexander Webster pregando em Edimburgo

Morando em Auld Reekie, como a capital escocesa nitidamente morrinhenta era então conhecida, Wallace e Webster tinham um sentido aguçado da fragilidade da condição humana. Eles mesmos viveram até uma velhice sazonada: 74 e 75 anos, respectivamente. Mas Maclaurin morreu com apenas 48 anos, depois de cair do seu cavalo quando estava tentando fugir dos jacobitas durante a insurreição de 1745. As invasões dos montanheses papistas foram apenas alguns dos riscos que os habitantes de Edimburgo enfrentaram em meados do século XVIII. É provável que a expectativa média de vida não devia ter sido maior do que na Inglaterra, onde era apenas de 37 anos, até os anos 1800. E pode ter sido tão ruim quanto em Londres, onde era de apenas 23 anos, no final do século XVIII – talvez ainda pior, dada a higiene notoriamente ruim da capital escocesa.[19] Para Wallace e Webster, um grupo de pessoas parecia especialmente vulnerável às consequências da morte prematura. Sob a Lei de Ann (1672), a viúva e os filhos de um ministro da Igreja da Escócia recebiam apenas a metade de um estipêndio anual, no ano da morte do ministro. Depois disso, enfrentavam a penúria. Um esquema suplementar tinha sido montado pelo bispo de Edimburgo em 1711, mas na base do pagar enquanto está indo. Wallace e Webster sabiam que esse esquema era insatisfatório.

Tendemos a achar que os ministros escoceses são como o epítome da prudência e da parcimônia, pesando com antecipação a iminente retribuição divina para cada pequena transgressão. Na realidade, Robert Wallace era um bebedor de respeito e também um prodígio matemático, que adorava consumir garrafas de vinho clarete com seus bíbulos amigos no Rankenian Club, que se reunia no que costumava ser o Ranken's Inn.[******] O apelido de Alexander Webster era Bonum Magnum; diziam que "dificilmente o poder da bebida afetava a compreensão ou os membros do dr. Webster". Ainda assim, não existia ninguém mais sóbrio quando se tratava dos seus cálculos sobre a expectativa de vida. O plano que Webster e Wallace criaram era engenhoso, refletindo o fato de que eram tanto o resultado do iluminismo do século XVIII da Escócia quanto da Reforma Calvinista que o precedera. Em vez de meramente ter os ministros pagando um prêmio anual, que poderia ser usado para cuidar da viúva e dos órfãos quando os ministros morressem, eles argumentaram que os prêmios deveriam ser usados para criar um fundo que pudesse, então, ser investido lucrativamente. As viúvas e os órfãos seriam mantidos com os resultados do investimento, não pelos próprios prêmios. Tudo que era necessário para o esquema funcionar era uma projeção acurada de quantos beneficiários haveria no futuro, e de quanto dinheiro seria necessário gerar para sustentá-los. Os modernos atuários ainda ficam maravilhados com a precisão com a qual Webster e Wallace fizeram seus cálculos.[20] "É a experiência apenas & o cálculo minucioso que devem determinar a soma proporcional que a viúva terá depois da morte do marido", escreveu Wallace num antigo rascunho, "mas um começo pode ser feito, permitindo triplicar a soma que o marido pagou anualmente durante a sua vida..." Wallace então usou a evidência que ele e Webster tinham conseguido reunir dos presbitérios em toda a Escócia. Parece que havia a tendência de "haver 930 ministros vivos o tempo inteiro":

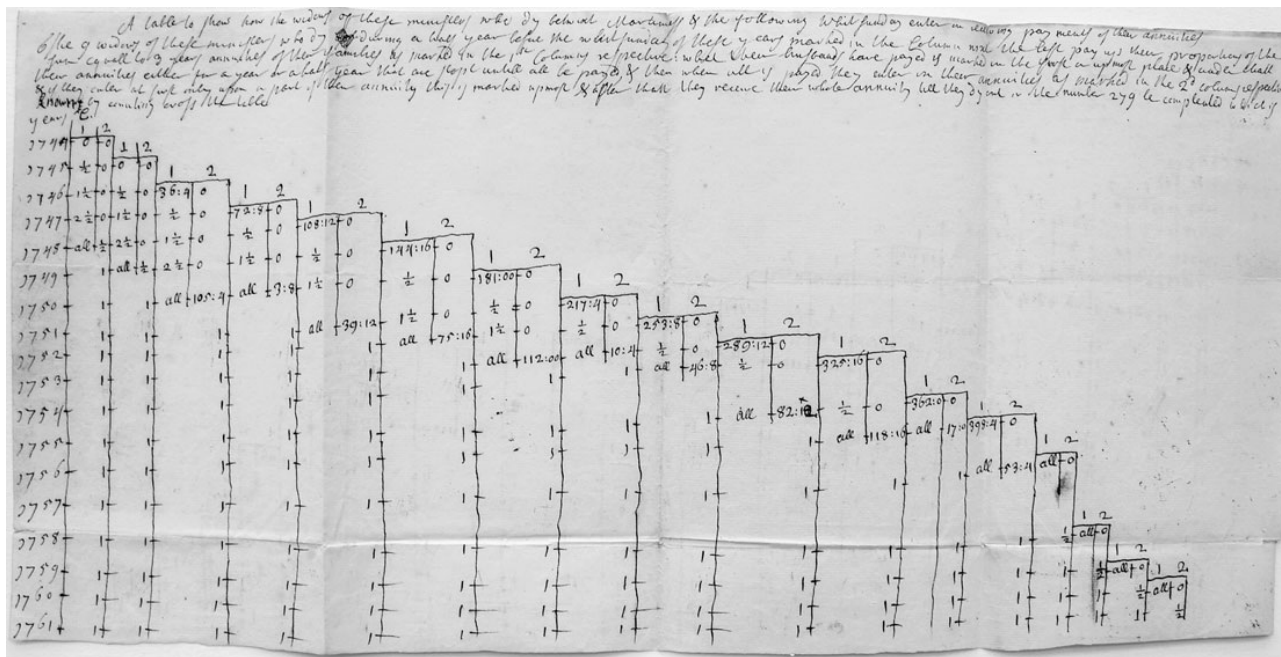
> ... foi encontrado através de uma Média de 20 anos para cá, que 27 [dos 939] ministros morrem anualmente, 18 deles deixam Viúvas, 5 deles deixam Filhos sem uma Viúva, e 2 deles que deixam uma Viúva, deixam também Filhos com menos de 16 anos, de um antigo Casamento; e quando o número de Viúvas ficar completo, 3 Beneficiários da Anuidade morrerão, ou casarão, deixando Filhos com menos de 16 anos.

Originalmente, Wallace estimou que o número máximo de viúvas, vivendo em qualquer tempo, seria 279; mas Maclaurin conseguiu corrigir esse número, mostrando que era errado assumir um coeficiente constante de mortalidade para as viúvas, porque elas não seriam todas da mesma idade. Para chegar ao número correto e maior, ele usou as escalas de vida de Edmund Halley.[21]

O tempo seria o teste para os seus cálculos. De acordo com a versão final do esquema, cada ministro deveria pagar um prêmio anual entre 2 libras, 12 xelins e 6 centavos e 6 libras, 11 xelins e 3 centavos (havia quatro níveis de prêmios para a escolha dos ministros). O dinheiro apurado seria usado para criar um fundo que seria lucrativamente investido (de início em empréstimos para ministros mais jovens), para produzir renda suficiente para pagar anuidades às novas viúvas, de uma soma entre 10 a 25 libras, dependendo do nível do prêmio

pago pelo ministro falecido, e para cobrir os custos da administração do fundo. Em outras palavras, o Fundo para uma Provisão para Viúvas e Filhos dos Ministros da Igreja da Escócia foi o primeiro fundo de seguro que operou sobre o seu princípio máximo, com o capital sendo acumulado até que os juros e as contribuições fossem suficientes para pagar a soma máxima das anuidades e das despesas que certamente apareceriam.

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26
name of Presbytery & University																									
1 Edinburgh	30	0	1	0	29	0	2	26	3	23	6	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0
2 Lilhgow	17	0	4	0	18	0	3	14	4	13	4	0	0	1	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0
3 Biggar	11	0	1	0	12	0	0	12	0	8	4	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0
4 Peebles	12	2	0	0	12	3	0	11	1	4	8	2	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	1	1
5 Dalkeith	16	0	0	0	16	0	0	14	2	10	6	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
6 Haddington	15	0	1	0	16	0	0	14	2	8	8	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0
7 Dumbar	10	0	0	0	10	0	0	9	1	8	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
8 Dunse	10	0	0	0	10	0	0	10	0	10	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
9 Churnside	-																								
10 Kelso	9	0	0	0	9	0	0	9	0	5	4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
11 Jedburgh																			0	0	0	0	0	0	0
12 Ersilton	10	0	0	0	10	0	0	9	1	6	4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
13 Selkirk	11	0	0	0	11	0	0	10	1	8	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
14 Langholm	6	0	0	0	6	0	0	6	0	5	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
15 Annan	7	0	1	0	8	0	0	8	0	6	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
16 Lochmaben	11	1	2	0	11	1	2	11	0	10	1	0	1	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0	1	0
17 Drumfries	16	0	2	0	17	0	1	16	1	10	7	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0	0	0
18 Penpont	8	0	1	0	9	0	0	8	1	5	4	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0
19 Kirkcudbright	15	0	1	0	16	0	0	16	0	10	6	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0
20 Wigton	8	0	2	0	7	0	3	5	2	4	3	0	0	0	0	0	2	0	1	0	0	0	0	0	0
21 Stranrawer	10	0	1	0	10	0	1	9	1		4	0	0	6	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
22 Air	24	0	4	0	24	0	4	19	5	16	8	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0
23 Irvine	16	0	2	0	17	0	1	16	1	13	4	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0
24 Paisley	18	0	1	0	19	0	0	18	1	11	8	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0
25 Hamilton	14	0	1	0	15	0	0	15	0	9	6	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0
26 Lanerk	13	0	1	0	13	0	1	9	4	10	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Cálculos para o Fundo (original) das Viúvas dos Ministros Escoceses (1)

Cálculos para o Fundo (original) das Viúvas dos Ministros Escoceses (2)

Se as projeções estivessem erradas, o fundo excederia ou, mais problematicamente, ficaria abaixo da soma exigida. Depois de pelo menos cinco tentativas para estimar o índice de crescimento do fundo, Wallace e Webster concordaram sobre os números que projetaram um crescimento de 18.620 libras no começo, em 1748, para 58.348 libras em 1765. Eles erraram por apenas uma libra. O capital real do fundo em 1765 era de 58.347 libras. Ambos, Wallace e Webster, viveram para ver seus cálculos confirmados.

Em 1930, o especialista alemão em seguros, Alfred Manes, definiu concisamente o seguro como:

> Uma instituição econômica que reside no princípio da mutualidade, estabelecida com o propósito de suprir um fundo, a necessidade pelo qual surge de uma ocorrência fortuita, cuja probabilidade pode ser estimada.[22]

O Fundo das Viúvas dos Ministros Escoceses foi o primeiro desses fundos e sua criação foi verdadeiramente um marco na história financeira. Ele estabeleceu um modelo, não apenas para os ministros escoceses, mas para todos que aspiravam prover suas famílias contra as consequências da morte prematura. Mesmo antes que o fundo estivesse totalmente operacional, as universidades de Edimburgo, Glasgow e St. Andrews também decidiram se inscrever. Nos vinte anos seguintes, fundos similares baseados no mesmo modelo surgiram em todo o mundo de fala inglesa, incluindo o Fundo dos Ministros Presbiterianos da Filadélfia (1761) e a English Equitable Company (1762), e também a United Incorporations of St. Mary’s Chapel (1768), que provia recursos para as viúvas dos artesãos escoceses. Em 1815, o princípio do seguro estava tão disseminado que tinha sido adotado até mesmo para aqueles homens que perderam suas vidas lutando contra Napoleão. As probabilidades de um soldado ser morto em Waterloo era aproximadamente de 1 em 4. Mas, se estivesse assegurado, ele tinha o consolo de saber, mesmo que expirasse no campo de batalha, que sua mulher e filhos não seriam

jogados nas ruas (dando um novo significado à frase "conseguir uma cobertura"). Em meados do século XIX, ser segurado era um símbolo de respeitabilidade correspondente a ir à igreja aos domingos. Até mesmo os romancistas, não geralmente reconhecidos por sua prudência financeira, podiam fazer seguro. *Sir* Walter Scott[23] fez uma apólice, em 1826, para garantir seus credores de que eles receberiam seu dinheiro no evento da sua morte.[*******] Um fundo que originalmente foi criado para sustentar as viúvas de umas poucas centenas de ministros cresceu regularmente para se tornar o fundo de pensão e seguro geral que hoje conhecemos como Scottish Widows [Viúvas Escocesas]. Embora ele hoje seja apenas mais um provedor de serviços financeiros, tendo sido absorvido pelo Lloyds Bank em 1999, o Scottish Widows ainda é considerado como um exemplo dos benefícios da parcimônia calvinista, graças em grande parte a uma das mais bem-sucedidas campanhas publicitárias na história financeira.[********]

O que ninguém tinha antecipado nos anos 1740 foi que, por aumentar constantemente o número de pessoas pagando prêmios, as companhias de seguro e suas parentas, os fundos de pensão, cresceriam para se tornar alguns dos maiores investidores do mundo – os chamados investidores institucionais que hoje dominam os mercados financeiros globais. Quando, depois da II Guerra Mundial, as companhias de seguro foram autorizadas a começar a investir na bolsa de valores, elas abocanharam rapidamente grandes pedaços da economia britânica, e se tornaram proprietárias de um terço das maiores companhias britânicas em meados dos anos 1950.[24] Atualmente, apenas a Scottish Widows tem mais de £ 100 bilhões sob a sua administração. Os prêmios dos seguros subiram constantemente em relação ao PIB dos países desenvolvidos, de cerca de 2% na véspera da I Guerra Mundial para pouco menos de 10% atualmente.

SCOTTISH WIDOWS' FUND AND LIFE ASSURANCE SOCIETY

HEAD OFFICE Nº 2. SOUTH Sᵀ DAVID Sᵀ EDINBURGH.

CLASS M

No. 681

Premium, L.151 : – : –
Entry Money, 15 : – : –
Stamp, 4 : – : –
First Payment, £170 : – : –
Annual do. Payable on 4 December yearly. L.151 : – : –

Whereas Sir Walter Scott of Abbotsford, Baronet hath applied to be admitted a Member of the Scottish Widows Fund and Life Assurance Society, and to become a Contributor to the Stock and Funds of the said Society, for the Benefit or Provision underwritten, and hath deposited in the office of the said Society a Declaration, dated the Fourth day of December current and signed by him as the basis and condition of his so becoming a Contributor; setting forth that the age of him the said Sir Walter Scott does not exceed Fifty four years, and that the said Sir Walter Scott is in a good state of health, and not subject to any disease which tends to the shortening of life and also declaring his accession to the Articles of Constitution of the said Society, which are recorded in the books of Council and Session, the fourth day of October Eighteen hundred and Fourteen years; and also to the bye laws of said Society. And whereas the said Sir Walter Scott hath made payment to the Manager of the said Society of One Hundred and Fifty one Pounds Sterling being his first annual Contribution to the Stock and Funds of the said Society; together with Fifteen Pounds Sterling in name of Entry money

Now these Presents are to Certify, that in consideration of the premises, the said Sir Walter Scott hath been duly admitted a Member of the said Society, and that his Heirs, Executors or Assignees shall be entitled to receive out of the stock and funds of the said Society at the end of six months after his decease the sum of Three Thousand Pounds Sterling, but which sum shall not be exigible until three months at least after proof of said decease shall have been made to the satisfaction of a Court of Directors of the said Society or such other sum as shall become due and payable upon the contingency before expressed, agreeably to the laws and regulations of the said Society; But always with and under this condition and provision, that the said Sir Walter Scott shall duly pay or cause to be paid at the office of the said Society in Edinburgh, the future yearly contributions of One hundred and fifty one pounds Sterling, on or before the Fourth day of December in every succeeding year during his lifetime or within thirty days thereafter. And further providing and declaring, that in case the said Sir Walter Scott shall, within the time to which this Certificate is limited, depart beyond the limits of Europe, or die upon the seas (except in occasionally passing from any part of His Majesty's dominions of Great Britain and Ireland to any other part of His Majesty's said dominions, and also in time of peace, in occasionally passing in King's Ships, Steam Packets, or other decked vessels between British Ports, and such foreign ports as lie between Ostend and Havre-de-Grace, both included), or shall enter into or engage in any military service except in Great Britain, or naval service whatsoever, or shall come by his death by suicide, or in case it shall hereafter appear that any untrue averment is contained in the Declaration before recited, as to the age, state of health, or description of the said Sir Walter Scott or in case payment of the said yearly contributions shall not be regularly made as aforesaid, then, and in every such case, this Certificate shall be void, and all claim to any benefit out of, or interest in the funds of the said Society, in virtue of these presents, shall cease and determine, and all monies that may have been paid in consequence thereof, shall belong to the Society, excepting always, in so far as relief is provided or may be lawfully granted by the Directors of the said Society, agreeably to the laws and regulations thereof. And it is hereby specially provided and declared, that no member or members of the said Society shall, in their individual capacity, incur or be liable to any personal responsibility for the benefit or provision before expressed, and it shall only be competent to the person or persons who may become entitled thereto, to make the same effectual against the proper funds of the Society, and the custodiers thereof, to the extent of their intromissions, in manner mentioned in Title Sixth of the said Articles of Constitution: and it shall not be competent to the said Society, or the Directors, or other persons authorised by them, to make any call upon the said Sir Walter Scott or any other individual member or members of the said Society, for any sum or sums of money, in addition to the contributions, conditioned to be paid by them respectively, in terms of the certificates, which formed the basis of their connection with the Society, without the consent of each member so called upon first had and obtained.—In witness whereof, these presents are partly printed and partly written upon stamped paper, the writing being filled up by Alexander Gentleman clerk to John McKean Manager of the said Society and are subscribed by two of the Directors, and the Manager of the said Society, at Edinburgh, the Twentieth day of December one thousand eight hundred and twenty four years, before these witnesses, Hugh McKean Clerk to the said John McKean, and the said Alexander Gentleman.

Examined, [illegible]

Hugh McKean Witness
Alex. Gentleman Witness

[illegible] Director.
[illegible] Director.
John McKean Manager.

DISCHARGED

DISCHARGED

A apólice do seguro de vida de *Sir* Walter Scott

Como Robert Wallace compreendera há mais de 250 anos, o tamanho interessa no setor de seguros, porque, quanto maior o número de pagantes num fundo, fica mais fácil, pela lei das médias, predizer o que terá que ser desembolsado a cada ano. Embora a data da morte de um indivíduo não possa ser conhecida com antecedência, os atuários podem calcular as prováveis expectativas da vida de um grande grupo de indivíduos com impressionante precisão, usando os princípios aplicados primeiramente por Wallace, Webster e Maclaurin. Além de calcular o tempo de vida dos segurados, as seguradoras também precisam saber o que os investimentos dos seus fundos vão gerar. O que a companhia deve comprar com os prêmios que seus segurados pagam regularmente? Títulos relativamente seguros, como os recomendados por

autoridades vitorianas como A. H. Bailey, atuário-chefe da London Assurance Corporation? Ou ações mais arriscadas, mas que provavelmente produziriam resultados mais elevados? Em outras palavras, o seguro está onde os riscos e as incertezas da vida diária se encontram com os riscos e as incertezas das finanças. Para ter certezas, a ciência atuarial provê as companhias de seguro com uma vantagem sobre os donos das apólices. Antes da alvorada da moderna teoria da probabilidade, as seguradoras eram jogadoras de risco; agora são o cassino. Pode-se argumentar, e ganhar, como o fez Dickie Scruggs antes de cair em desgraça, que as probabilidades agora estão injustamente ensarilhadas contra os donos de apólices. Mas, como o economista Kenneth Arrow há muito observou, a maioria de nós prefere uma aposta que tenha 100% de chance de uma pequena perda (nosso prêmio anual) e uma pequena chance num ganho elevado (o desembolso do seguro depois do desastre) do que uma aposta que tenha 100% de chance de um ganho pequeno (nada de prêmios), mas uma chance incerta de uma perda imensa (nenhum pagamento depois do desastre). Foi por isso que o guitarrista Keith Richards colocou seus dedos no seguro, e a cantora Tina Turner, as suas pernas. Somente se as companhias de seguro deixarem sistematicamente de reembolsar aqueles que nelas colocaram suas apostas, sua reputação de prudência escocesa de longa data se tornará uma reputação de avareza e de falta de escrúpulos.

Mas, ainda existe um enigma. Pode parecer apropriado que, como os inventores do seguro moderno, os britânicos permaneçam o povo mais segurado do mundo, pagando mais de 12% do PIB em prêmios, aproximadamente um terço a mais do que os americanos gastam com seguros e quase duas vezes o que gastam os alemães.[25] Uma reflexão momentânea, entretanto, provoca a questão: por que acontece isso? Diferente dos Estados Unidos, a Grã-Bretanha raramente sofre eventos climáticos extremos; a coisa mais perto de um furacão durante a minha vida foi a tempestade de 1987. Nenhuma cidade britânica foi construída em cima de uma falha geológica, como San Francisco. E, comparada com a Alemanha, a história britânica, desde a fundação da Scottish Widows, tem sido de uma quase miraculosa estabilidade política. Por que, então, os britânicos fazem tanto seguro?

A resposta reside na ascensão e queda de uma forma alternativa de proteção contra o risco: o Estado em que o bem-estar dos cidadãos é conseguido pelos esforços organizados do governo e não pelas organizações privadas.

Do Conflito Armado ao Bem-Estar Social Patrocinado pelo Estado

Não importa quantos fundos privados como o Scottish Widows sejam instituídos, sempre haverá pessoas fora do alcance do seguro, que são ou muito pobres ou muito displicentes e irresponsáveis para poupar para os dias chuvosos e os tempos difíceis. Seu destino é dolorosamente duro: a dependência da caridade privada ou o regime austero de um asilo de pobres. No grande Marylebone Workhouse, na Northumberland Street, em Londres, o número de pobres ("o pobre sendo aleijado, impotente, velho e cego") já chegou a mais de 1.900 em

tempos difíceis. Quando o clima estava ruim, o trabalho escasso, e a comida cara, homens e mulheres "casuais" se submetiam a um regime de quase prisão. Como a *Illustrated London News* o descreveu em 1867:

> Eles são lavados com bastante água quente e fria e sabão, e recebem seis onças de pão e um quartilho de mingau como ceia; depois disso, suas roupas são levadas para serem lavadas e dedetizadas; recebem camisolas quentes de lã e são mandados para a cama. As preces são lidas pelos leitores das escrituras; e mantém-se estrita ordem e silêncio durante toda a noite no dormitório... A cama consiste de um colchão estofado com fibra de coco, um travesseiro de estopa e um par de cobertores de lã grossa. Às seis da manhã no verão, e às sete horas no inverno, eles são acordados e recebem ordem para trabalhar. As mulheres são distribuídas para limpar os pátios ou para abrir estopa; os homens quebram pedras, mas ninguém é detido por mais de quatro horas depois do café da manhã, que é a mesma coisa e a mesma quantidade da ceia. Suas roupas, desinfetadas e livres de parasitos, lhes são devolvidas de manhã, e aqueles que quiserem remendar seus andrajos recebem agulhas, linha e pedaços de tecido para esse propósito. Se alguns deles estiverem doentes, o médico do asilo os atende; se estiverem muito doentes para sair, são admitidos na enfermaria.

O autor dessa reportagem concluiu que "o 'Amador Casual' não encontrará qualquer motivo para reclamar... Um conselho de Bons Samaritanos não faria mais e melhor".[26] No final do século XIX, entretanto, começou a crescer o sentimento de que a vida dos perdedores merecia um tratamento melhor. As sementes começaram a ser plantadas para uma nova abordagem do problema do risco – um risco que, em última análise, acabaria crescendo na previdência social. Esses sistemas estatais de seguro foram desenhados para explorar a definitiva economia de escala, cobrindo literalmente cada cidadão do nascimento à morte.

Todos temos a tendência de pensar que a previdência social foi uma invenção britânica. Também tendemos a pensar nela como uma invenção socialista ou, pelo menos, liberal. De fato, o primeiro sistema compulsório de seguro estatal de saúde e de pensões para a velhice foi introduzido, não na Grã-Bretanha, mas na Alemanha, e foi um exemplo que os britânicos demoraram mais de vinte anos para seguir. Nem ele foi uma criação da esquerda; ao contrário, pelo seu absoluto oposto. O objetivo da legislação de seguro social de Otto von Bismarck, como ele mesmo definiu em 1880, era "engendrar, na grande massa de despossuídos, o espírito conservador que surge do sentimento do direito a uma pensão". Na opinião de Bismarck: "Um homem que tem uma pensão para a sua velhice é... muito mais fácil de lidar do que com um homem sem essa perspectiva". Para a surpresa dos seus oponentes liberais, Bismarck reconheceu publicamente que essa era "uma ideia do Estado socialista! A generalidade deve se encarregar de ajudar os despossuídos". Mas seus motivos estavam longe de serem altruístas. "Quem quer que abrace esta ideia", ele observou, "chegará ao poder."2727 Foi somente em 1908 que a Grã-Bretanha seguiu o exemplo da Alemanha de Bismarck, quando o ministro das Finanças, o liberal David Lloyd George introduziu uma modesta pensão estatal, com a investigação da situação financeira do seu recebedor, para aqueles acima de 70 anos. Uma Lei do Seguro Nacional de Saúde foi implementada em 1911. Embora um homem da esquerda, Lloyd George compartilhava a percepção de Bismarck de que essas medidas atrairiam votos, num sistema de franquias eleitorais que se ampliavam rapidamente. Os pobres estavam superando em quantidade os indivíduos ricos. Quando Lloyd

George aumentou os impostos diretos para pagar pela pensão estatal, teve grande satisfação com o rótulo que encaixou no seu orçamento para 1909: “O Orçamento do Povo”.

Duas cenas de um asilo de pobres em Londres, 1902: pessoas fazendo estopa, que envolvia desmanchar velhas cordas de cânhamo para reutilização na construção de navios

Se o Estado em que o bem-estar dos cidadãos é conseguido pelos esforços organizados do governo foi concebido na política, ele cresceu durante a guerra. A I Guerra Mundial expandiu o espectro da atividade do governo em quase todos os campos e áreas. Quando os

submarinos alemães mandaram não menos do que 7.759.000 toneladas brutas da marinha mercante para o fundo do mar, não havia claramente qualquer maneira de que o risco da guerra pudesse ser coberto pelas seguradoras privadas especializadas nessa forma de comércio. A política padrão da Lloyd's tinha, de fato, sido modificada (em 1898) para excluir "as consequências de hostilidades, ou de operações bélicas" (a assim chamada cláusula f. c. s: *free of capture and seizure* [livre de captura e confisco]). Mas mesmo essas apólices, que tinham sido alteradas para remover essa exclusão, foram canceladas quando a guerra estourou.[28] O Estado assumiu o controle, virtualmente nacionalizando a marinha mercante como no caso dos Estados Unidos,[29] e (previsivelmente) permitiu que as companhias de seguro afirmassem que qualquer dano de navios entre 1914 e 1918 era uma consequência da guerra.[30] Com a chegada da paz, os políticos na Grã-Bretanha se apressaram para amortecer os efeitos da desmobilização sobre o mercado de trabalho, introduzindo um Esquema de Segurança de Desemprego em 1920.[31] Esse processo se repetiu durante e depois da II Guerra Mundial. A versão britânica do seguro social foi radicalmente ampliada sob os termos do Relatório do Comitê Interdepartamental sobre a Segurança Social e os Serviços Aliados de 1942, presidido pelo economista William Beveridge, que recomendou um amplo ataque à "Carência, doença, ignorância, imundície e ociosidade", através de uma variedade de esquemas estatais. Numa transmissão radiofônica em março de 1943, Churchill os resumiu da seguinte maneira: "seguro nacional compulsório para todas as classes, para todos os propósitos, do berço ao túmulo"; a abolição do desemprego pelas políticas governamentais que "exercerão uma influência equilibradora sobre o desenvolvimento, que podem ser acionadas e descontinuadas conforme as circunstâncias exigirem"; "um campo ampliado para a posse e o empreendimento do Estado"; mais habitação provida pelo governo; reformas para a educação pública e grande expansão dos serviços de previdência social e de saúde.[32]

Homens jantando no asilo St. Maryleone. A justiça e a bondade de Deus podiam não ser imediatamente óbvias para os asilados

Os argumentos para o seguro estatal se estenderam além da mera igualdade social. Primeiro, o seguro estatal poderia assumir quando as seguradoras privadas temessem seguir em frente. Em segundo lugar, a associação universal e, algumas vezes, compulsória removeria a necessidade de caras campanhas publicitárias e de vendas. Em terceiro lugar, como uma importante autoridade observou nos anos 1930, "os grandes números combinados formarão

mais médias estáveis para a experiência estatística".[33] Em outras palavras, o seguro social tirava partido das economias de escala; por que não torná-lo tão abrangente quanto possível? O entusiasmo com o qual o Relatório Beveridge foi recebido não somente na Grã-Bretanha, mas em todo o mundo, ajuda a explicar por que a origem da previdência social ainda hoje é pensada como sendo "made in Britain". Entretanto, a primeira previdência social de uma potência do mundo, o país que levou o princípio mais longe e com maior sucesso, não foi a Grã-Bretanha, mas o Japão. Nada ilustra mais claramente do que a experiência japonesa os elos estreitos entre o bem-estar social patrocinado pelo Estado e o conflito armado.

Os desastres se multiplicaram sobre o Japão na primeira metade do século XX. No dia 1o de setembro de 1923, um poderoso terremoto (7,9 na escala Richter) ocorreu na região Kanto, devastando as cidades de Yokohama e Tóquio. Mais de 128.000 casas foram completamente destruídas, cerca do mesmo número de casas ficaram parcialmente destruídas, 900 foram varridas pelo mar e quase 450.000 foram queimadas pelos incêndios que irromperam logo depois do terremoto.[34] Os japoneses tinham seguro; entre 1879 e 1914, sua indústria seguradora tinha crescido do nada para se tornar um vibrante setor da economia, oferecendo cobertura para perdas no mar, morte, incêndio, recrutamento, acidente de transporte e roubo, para citar apenas algumas das treze formas distintas de seguro, vendidas por mais de trinta companhias. No ano do terremoto, por exemplo, os cidadãos japoneses compraram ¥ 699.634.000 (US$ 328 milhões) de novos seguros de vida para 1923, com um valor médio por apólice de ¥ 1.280 (US$ 600).[35] Mas as perdas totais causadas pelo terremoto chegaram perto dos US$ 4,6 bilhões de dólares. Seis anos mais tarde chegou a Grande Depressão, empurrando algumas áreas rurais para a beira da morte pela fome (nessa época, cerca de 70% da população estava ocupada pela agricultura, dos quais 70% cultivava uma média de apenas um acre e meio).[36] Em 1937, o país embarcou numa cara e, em última análise, fútil guerra de conquista na China. Então, em dezembro de 1941, o Japão entrou em guerra com o colosso econômico do mundo, os Estados Unidos, e finalmente pagou o preço definitivo em Hiroshima e Nagasaki. Além dos quase três milhões de vidas perdidas pela aposta malfadada do Japão por um império, no final de 1945, o valor de todas as ações do capital e dos negócios do Japão tinha sido reduzido a zero pelos bombardeios americanos. No conjunto, de acordo com a Inspeção do Bombardeio Estratégico dos Estados Unidos, pelo menos 40% das áreas construídas de mais de sessenta cidades tinham sido destruídas; 2,5 milhões de lares tinham sido perdidos, deixando 8,3 milhões de desabrigados.[37] Praticamente, a única cidade que sobreviveu intacta (embora não totalmente) foi Kioto, a antiga capital imperial – uma cidade que ainda incorpora o espírito e as crenças do Japão pré-moderno, um dos últimos lugares onde as tradicionais casas de madeira, conhecidas como *machiya*, ainda podem ser vistas. Uma inspeção nessas estruturas longas e refinadas, com suas portas de correr, divisórias de papel de seda, vigas polidas e esteiras de palha trançada, deixa claro por que as cidades japonesas eram tão vulneráveis a incêndios.

No Japão, como na maioria dos países combatentes, a lição foi clara: o mundo é um lugar

muito perigoso para que os mercados do seguro privado possam sobreviver. Mesmo nos Estados Unidos, o governo federal assumiu mais de 90% dos riscos dos danos da guerra, através da War Damage Corporation [Corporação dos Danos da Guerra], uma das mais lucrativas entidades do setor público na história, pela óbvia razão de que nenhum dano da guerra aconteceu no território americano.[38] Com a maior e a melhor vontade do mundo, os indivíduos não poderiam esperar fazer seguro de vida contra a Força Aérea dos Estados Unidos. A resposta adotada mais ou menos no mundo inteiro foi que os governos assumiram, com efeito, nacionalizar os riscos. Quando os japoneses se organizaram para arquitetar um sistema de bem-estar social universal em 1949, seu Conselho Consultivo para a Previdência Social reconheceu uma dívida ao exemplo britânico. Na opinião de Bunji Kondo, um crente convencido na cobertura universal do seguro social, já era hora de ter *bebariji no nihonhan*: Beveridge para os japoneses.[39] Mas eles levaram a ideia ainda mais longe do que Beveridge tinha pretendido. O objetivo, como o relatório do Conselho Consultivo deixou claro, era criar

> um sistema no qual fossem tomadas medidas para a segurança econômica para a doença, o dano, a injúria, o nascimento, a invalidez, a morte, a velhice, o desemprego, as famílias grandes e outras causas de empobrecimento, através... do pagamento pelos governos... [e] no qual o mínimo padrão de vida será garantido aos necessitados pela assistência nacional.[40]

Daquele momento da história japonesa em diante, a previdência social protegeria as pessoas contra todos os caprichos da vida moderna. Se nascessem doentes, o Estado pagaria. Se não pudessem pagar pela educação, o estado pagaria. Se não pudessem encontrar trabalho, o Estado pagaria. Quando se aposentassem, o Estado pagaria. E, quando finalmente morressem, o Estado pagaria aos seus dependentes. Isso certamente condizia com os objetivos da ocupação americana do pós-guerra: “Substituir uma economia feudal por uma economia do bem estar-social”.[41] Mas teria sido errado assumir (como fez um bom número de analistas do pós-guerra) que o sistema da previdência social do Japão tivesse “sido imposto no atacado por um poder estrangeiro”.[42] Na realidade, os japoneses instituíram seu próprio sistema de bem estar-social – e começaram a fazê-lo muito antes do final da II Guerra Mundial. O verdadeiro propulsor foi o apetite insaciável do Estado por jovens soldados e trabalhadores capacitados, em meados do século XX, não o altruísmo social. Como o cientista político americano Harold D. Lasswell observou, o Japão nos anos 1930 se tornou um Estado militarizado, uma guarnição.[43] Mas foi um dos Estados que levou adiante a promessa de um “Estado do bem-estar social”, oferecendo segurança social em troca do sacrifício militar.

Existiu algum tipo de seguro social básico no Japão antes dos anos 1930; seguro contra acidentes nas fábricas e seguro de saúde (introduzido para operários em 1927). Mas isso cobria menos do que dois terços da força de trabalho industrial.[44] Significativamente, o plano para o Ministério do Bem-Estar Social do Japão (*Koseisho*) foi aprovado pelo governo imperial do Japão no dia 9 de julho de 1937, apenas dois meses depois do início da guerra com a China.[45] Sua primeira iniciativa foi introduzir um novo sistema universal de seguro de

saúde, para suplementar o programa existente para os trabalhadores industriais. Entre o final de 1938 e o final de 1944, o número de cidadãos cobertos pelo esquema cresceu quase cem vezes, de apenas um pouco mais de 500.000 para mais de 40 milhões. O objetivo era explícito: uma população mais saudável garantiria recrutas mais saudáveis para as forças armadas do imperador. O *slogan* da época da guerra – "todos são soldados" (*kokumin kai hei*) – foi adaptado para "todos devem ter seguro" (*kokumin kai hoken*). E, para garantir a cobertura universal, as profissões médicas e a indústria farmacêutica ficaram essencialmente subordinadas ao Estado.[46] Os anos de guerra também assistiram à introdução dos esquemas de pensão compulsória para marinheiros e trabalhadores, com os empregadores e empregados contribuindo 5,5% para os salários dos segundos. As primeiras providências para a provisão de casas populares em larga escala também foram tomadas. Então, o que aconteceu depois da guerra no Japão foi, em grande medida, a extensão do Estado da guerra e do bem-estar. Naquele momento todos os japoneses tinham pensões, *kokumin kai nenkin*. E havia seguro contra o desemprego, ao contrário da prática paternalista de manter os trabalhadores nas folhas de pagamento, mesmo em tempos magros. Não surpreende que os japoneses tivessem a tendência de pensar a previdência social em termos nacionalistas, uma espécie de método pacífico de engrandecimento nacional. O relatório de 1950, com suas recomendações do estilo britânico, foi, de fato, rejeitado pelo governo. Foi somente em 1961, muito depois do final do controle americano, que a maioria das suas recomendações foi adotada. No final dos anos 1970, um político japonês, Nakagawa Yatsuhiro, pôde se gabar de que o Japão havia se tornado "A Superpotência do Bem-Estar Social" (*fukushi chodaikoku*), precisamente porque seu sistema era diferente (e superior) aos modelos ocidentais.[47]

Naturalmente, de fato não houve nada institucionalmente extraordinário no sistema japonês. A maioria dos Estados de bem-estar social objetivaram a cobertura universal do berço ao túmulo. Mas o sistema japonês pareceu ser um milagre de eficácia. Em termos de expectativa de vida, o país liderou o mundo. Na educação, também, ele esteve à frente de muitos nesse campo. Em meados dos anos 1970, cerca de 90% da população se graduou na escola secundária, enquanto apenas 32% o conseguiu na Inglaterra.[48] O Japão também era uma sociedade muito mais igualitária que qualquer outra no Ocidente, com a única exceção da Suécia. E o Japão tinha o maior fundo de pensão estatal no mundo, de modo que todo japonês que se aposentava podia contar com um bônus generoso, e também com uma aposentadoria regular para o resto dos seus anos, em geral bastante numerosos, de bem merecido descanso. A superpotência do bem-estar social era também um milagre de parcimônia. Em 1975, apenas 9% da receita nacional era aplicada na previdência social, enquanto, na Suécia, a porcentagem era de 31%.[49] O fardo do imposto e da previdência social era aproximadamente a metade do da Inglaterra. Administrado nessas bases, a previdência social parecia fazer um sentido perfeito. O Japão tinha atingido a segurança social para todos – ou seja, a eliminação do risco –, enquanto, ao mesmo tempo, sua economia crescia tão rapidamente que, em 1968, se tornara a segunda maior do mundo. Um ano antes, Herman Kahn havia previsto que a renda

per capita do Japão ultrapassaria a americana em 2000. De fato, Nakagawa Yatsuhiro argumentou que, levando em conta os benefícios adicionais, "a renda real do trabalhador japonês já era pelo menos três vezes maior do que a do americano".[50] O conflito armado não tinha conseguido transformar o Japão numa das maiores nações do mundo, mas o bem-estar social estava conseguindo. A chave acabou sendo não à custa de um império estrangeiro, mas de uma rede de segurança doméstica.[51]

Mas havia uma armadilha, uma falha fatal no desenho do Estado do bem-estar social pós-guerra. Esse Estado poderia ter funcionado suavemente no Japão dos anos 1970. Mas o mesmo não poderia ser dito sobre os seus pares no mundo ocidental. A despeito das suas superficiais semelhanças topográficas e históricas (arquipélagos da Eurásia, passados imperiais, comportamento empertigado e reservadíssimo quando sóbrios), os japoneses e os britânicos possuem culturas bastante diferentes. Seus sistemas de bem-estar social podem parecer similares: pensões estatais financiadas pelo modelo antigo de reembolso sem cortes de impostos; idades padronizadas para a aposentadoria; seguro universal de saúde; benefícios aos desempregados; subsídios para os fazendeiros; mercados de trabalho pesadamente restritos. Mas essas instituições funcionavam de maneiras bastante diferentes nos dois países. No Japão, o igualitarismo era um objetivo privilegiado da política, enquanto uma cultura de conformismo social encorajava a obediência às regras. Como contraste, o individualismo inglês inclinava as pessoas a brincar cinicamente com o sistema. No Japão, as empresas e as famílias continuaram a desempenhar um papel substancial de apoio no sistema de bem-estar social. Os empregadores ofereciam benefícios suplementares e relutavam em demitir trabalhadores. Ainda nos anos 1990, dois terços dos japoneses com mais de 64 anos viviam com seus filhos.[52] Na Grã-Bretanha, como contraste, os empregadores nunca hesitaram em cortar as folhas de pagamento em tempos difíceis, e era muito mais provável que as pessoas deixassem seus velhos pais aos cuidados da terna compaixão do National Health Service [Serviço de Saúde Nacional]. O bem-estar social pode ter feito do Japão uma superpotência econômica, mas parecia ter tido o efeito oposto na Grã-Bretanha, nos anos 1970.

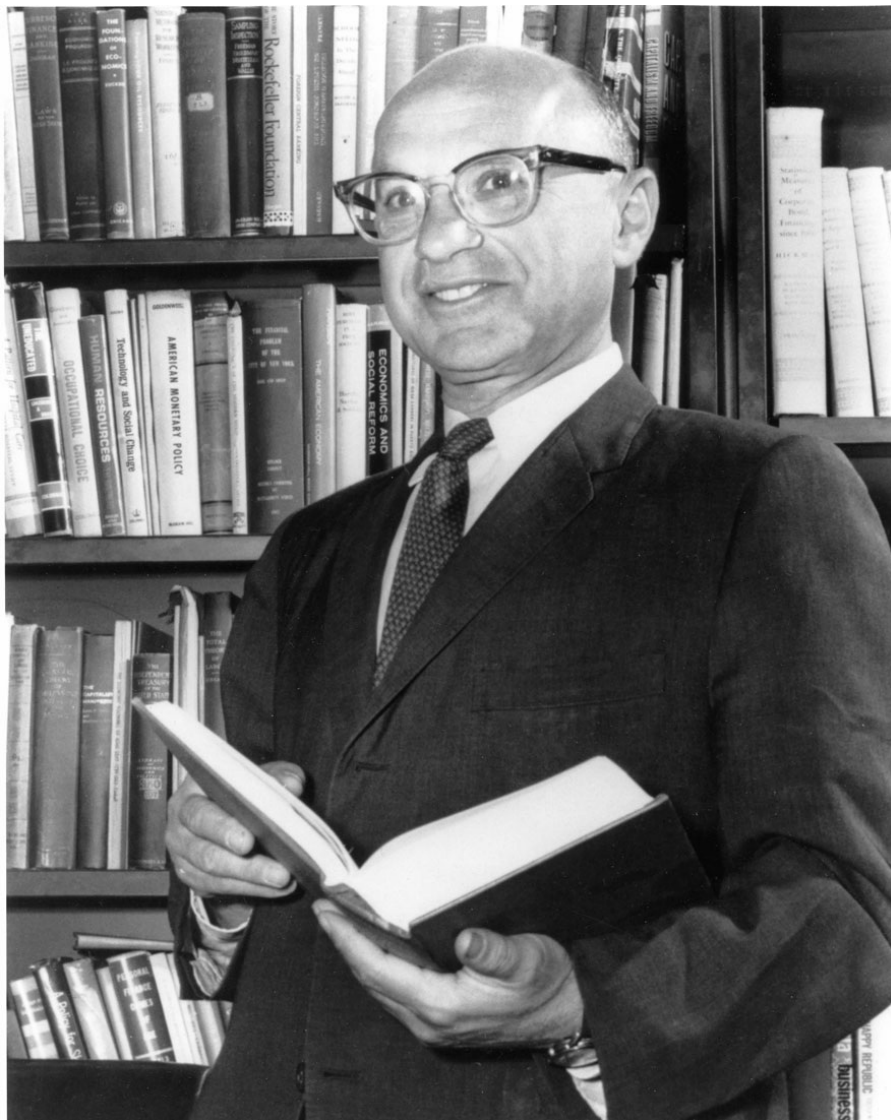
De acordo com os conservadores britânicos, o que começou como um sistema de seguro nacional havia degenerado num sistema de esmolas e de impostos confiscatórios, com incentivos econômicos desastradamente oblíquos. Entre 1930 e 1980, as transferências sociais na Grã-Bretanha haviam subido de apenas 2,2% do PIB, para 10% em 1960, para 13% em 1970, e para quase 17% em 1980, mais de 6% mais alto do que no Japão.[53] A saúde pública, os serviços sociais e a previdência social estavam consumindo três vezes mais do que a defesa no conjunto das despesas administradas do governo. Mas os resultados eram desoladores. O crescimento dos gastos nos serviços sociais no Reino Unido tinha sido acompanhado por uma baixa taxa de crescimento e por uma inflação significativamente acima da média no mundo desenvolvido. Um problema específico foi o crescimento cronicamente baixo da produtividade (o verdadeiro PIB por pessoa empregada crescera apenas 2,8% entre 1960 e 1979, ao passo que o aumento fora 8,1% no Japão),[54] que, por sua vez, pareceu

estreitamente relacionado com as virulentas técnicas de barganha dos sindicatos britânicos (as "operações tartarugas" eram uma alternativa favorita do inequívoco "abaixem as ferramentas"). Enquanto isso, os índices dos impostos marginais acima de 100% sobre as rendas mais elevadas e os ganhos do capital desencorajavam as formas tradicionais de poupança e de investimento. O Estado do bem-estar social britânico, ao que parecia, havia removido os incentivos sem os quais a economia capitalista simplesmente não podia funcionar: a cenoura de dinheiro sério para aqueles que se esforçavam, o chicote de dureza para aqueles que eram negligentes. O resultado foi a "estagflação: crescimento estagnado somado a uma inflação alta". Problemas similares estavam afligindo a economia americana, onde as despesas com a saúde, o Medicare, a segurança da renda e a segurança social haviam crescido de 4% do PIB em 1959, para 9% em 1975, superando o gasto com a defesa pela primeira vez. Também na América, a produtividade mal estava crescendo e a estagflação era furiosa. O que deveria ser feito?

Um homem e seus discípulos acharam que sabiam a resposta. Graças em grande parte à sua influência, uma das tendências econômicas mais pronunciadas nos últimos 25 anos tem sido o desmantelamento do Estado de bem-estar ocidental, reapresentando as pessoas, com um choque agudo, ao monstro imprevisível do qual elas acharam que tinham escapado: o risco.

O Grande Calafrio

Em 1976, um diminuto professor que trabalhava na Universidade de Chicago ganhou o Prêmio Nobel de Economia. A reputação de Milton Friedman como economista residia, em grande medida, na sua reintegração da ideia de que a inflação era devida a um aumento excessivo no suprimento da moeda. Como já vimos, ele escreveu o livro mais importante de todos os tempos sobre a política monetária dos Estados Unidos, jogando firmemente a culpa da Grande Depressão nos erros do Federal Reserve.[55] Mas a questão que o preocupara em meados dos anos 1970 foi: o que aconteceu de errado com o sistema de bem-estar social? Em março de 1975, Friedman voou de Chicago para o Chile para responder a essa questão.

Apenas dezoito meses antes, em setembro de 1973, os tanques rodaram através da capital Santiago para derrubar o governo do presidente marxista Salvador Allende, cuja tentativa de transformar o Chile num Estado comunista tinha acabado num total caos econômico e num pedido do parlamento por um golpe militar. Os jatos da Força Aérea bombardearam o presidencial Palácio Moneda, assistidos pelos oponentes de Allende, que celebraram com champagne, no Carera Hotel, que ficava perto. Dentro do palácio, o próprio presidente defendeu uma inútil retaguarda, armado com uma AK47 – presente de Fidel Castro, o homem que ele pensara emular. Enquanto os tanques avançavam na sua direção, Allende compreendeu que tudo estava perdido e, aquartelado no que lhe sobrara dos seus aposentos, se matou com um tiro.

Milton Friedman

O golpe sintetizou uma crise mundial do Estado do bem-estar social do pós-guerra, e apresentou uma escolha inflexível entre sistemas econômicos rivais. Com a produção despencando e uma inflação furiosa, o sistema de benefícios universais e de pensões estatais do Chile estava essencialmente falido. Para Allende, a resposta seria um marxismo maduro, um controle completo de todos os aspectos da vida econômica, no melhor estilo soviético. Os generais e seus partidários sabiam muito bem que eram contra esse desígnio. Mas o que realmente desejavam, já que o *status quo* era claramente insustentável? Entra em cena Milton Friedman. Entre suas palestras e seminários, ele passou três quartos de hora com o novo presidente, o general Pinochet, para quem mais tarde enviou uma análise da situação econômica chilena, na qual instou enfaticamente que ele reduzisse o *deficit* do governo que identificara como a causa principal da inflação vertiginosa, que chegara a um índice anual de 900%.[56] Um mês depois da visita de Friedman, a junta militar chilena anunciou que a inflação seria cortada "a qualquer custo". O regime cortou os gastos governamentais em 27% e queimou fardos de dinheiro. Mas Friedman estava oferecendo mais do que a patente da sua terapia monetária de choque. Numa carta para Pinochet, escrita depois do seu regresso a

Chicago, ele argumentou que "esse problema" da inflação surgiu "de tendências na direção do socialismo que começara quarenta anos antes, e atingira seu clímax lógico – e terrível – no regime de Allende". Como ele relembrou depois: "A linha geral que eu estava adotando... foi que as dificuldades do país naquele momento eram devidas quase inteiramente a uma tendência, já com quarenta anos, na direção do coletivismo, do socialismo, do Estado no qual o bem-estar social resulta dos esforços organizados pelo governo, e não pelas organizações privadas...".[57] E como ele assegurou a Pinochet: "O final da inflação levará a uma rápida expansão do mercado de capitais, que facilitará grandemente a transferência de empresas e de atividades ainda nas mãos do governo para o setor privado".[58]

Depois de oferecer esse conselho, Friedman se viu denunciado pela imprensa americana. No final das contas, ele agira como consultor de um ditador militar responsável pelas execuções de mais de 2 mil comunistas, entre reais e supostos, e torturou quase 30 mil chilenos, comunistas ou não. Como perguntou o *New York Times*: "... se a pura teoria econômica de Chicago somente puder ser implementada no Chile ao preço da repressão, seus autores deveriam sentir alguma responsabilidade?".*********

O papel de Chicago no novo regime consistiu em mais do que apenas uma visita de Milton Friedman. Desde os anos 1950, havia um fluxo regular de brilhantes jovens economistas chilenos que estudaram em Chicago, em programas de intercâmbio com a Universidade Católica de Santiago, e muitos voltaram convencidos da necessidade de equilibrar o orçamento, de apertar o suprimento do dinheiro em circulação e de liberalizar o comércio.[59] Esses eram os chamados *Chicago Boys*, os soldados da infantaria Friedman: Jorge Cauas, ministro das Finanças de Pinochet e, posteriormente, o superministro da Economia; Sergio Castro, seu sucessor nesse último ministério; Miguel Kast, ministro do Trabalho, depois presidente do Banco Central, e pelo menos mais oito que estudaram em Chicago e trabalharam para o governo. Mesmo antes da queda de Allende, eles tinham engendrado um detalhado programa de reformas, conhecido como El Ladrillo [O Tijolo], por causa da grossura do manuscrito. As medidas mais radicais, entretanto, surgiram da mente de um estudante da mesma Universidade Católica que optara por estudar em Harvard, e não em Chicago. O que ele pretendeu foi o desafio mais profundo ao sistema de bem-estar social patrocinado por um Estado, em uma geração. Thatcher e Reagan viriam depois. O repuxo contra o bem-estar social começou no Chile.

Para José Piñera, apenas com 24 anos quando Pinochet assumiu o poder, o convite para voltar de Harvard para o Chile apresentou um dilema doloroso. Ele não tinha ilusões sobre a natureza do regime de Pinochet. Mas também acreditava que era uma oportunidade para colocar em prática as ideias que estavam se formando na sua cabeça, desde sua chegada à universidade na Nova Inglaterra. A chave, como ele entendia, não era apenas reduzir a inflação. Era também essencial favorecer aqueles elos entre os direitos à propriedade e os direitos políticos, que estavam no âmago da experiência com a democracia capitalista, bem-sucedida na América do Norte. Piñera acreditava que não havia nenhuma maneira mais segura

para fazer isso do que rever e redirecionar radicalmente a estrutura do bem-estar social do governo, começando com o sistema – "continuar pagando" – de financiar as pensões estatais e outros benefícios. Foi assim que ele resumiu sua ideia:

> O que começou como um sistema de seguro em larga escala, simplesmente se tornou um sistema de impostos, com as contribuições atuais sendo usadas para pagar os benefícios atuais, em vez de acumular recursos num fundo para uso futuro. Essa abordagem de "continuar pagando" substituiu o princípio da parcimônia na economia, com a prática da intitulação, ou seja, do ter direito a... Mas essa abordagem é enraizada numa falsa concepção sobre como os seres humanos se comportam. Ela destrói, no nível individual, o elo entre as contribuições e os benefícios. Em outras palavras, entre o esforço e a recompensa. Onde quer que isso aconteça numa vasta escala, e por um longo período de tempo, o resultado final é desastroso.[60]

Entre 1979 e 1981, como ministro do Trabalho (e depois como ministro das Minas), Piñera criou um sistema de pensão completamente novo para o Chile, oferecendo a cada trabalhador a chance de optar pela saída do sistema estatal de pensão. Em vez de pagar um imposto na folha de pagamento, os trabalhadores colocariam um montante equivalente (10% dos seus salários) numa Conta de Aposentadoria Pessoal, individual, que seria administrada por companhias privadas e concorrentes, conhecidas como Administradora de Fondos de Pensión (AFPs).[61] Ao atingir a idade da aposentadoria, o participante poderia retirar esse dinheiro e usá-lo para comprar uma pensão anual; ou, se preferisse, poderia continuar trabalhando e contribuindo. Além da pensão, o esquema também incluía um prêmio de seguro de invalidez e de vida. A ideia era dar ao trabalhador chileno a consciência de que o dinheiro colocado de lado era seu próprio capital. Nas palavras de Hernán Büchi (que ajudou Piñera a escrever a legislação da previdência social, e continuou trabalhando para implementar a reforma no sistema de saúde): "Os programas sociais têm que incluir algum incentivo para o esforço individual, para as pessoas ficarem progressivamente responsáveis pelos seus próprios destinos. Não há nada mais patético do que programas sociais que encorajam o parasitismo social".[62]

Piñera fez uma aposta. Deu uma escolha aos trabalhadores: se agarrem ao velho sistema ou façam a opção da nova Conta de Aposentadoria Pessoal. Ele persuadiu a população, fazendo regulares apresentações na televisão para garantir aos trabalhadores que "Ninguém vai tirar o cheque da sua avó" (do velho sistema do Estado). Ele se manteve firme, menosprezando sarcasticamente uma proposta de que os sindicatos do país, e não os trabalhadores individuais, deveriam ser responsáveis pela escolha dos membros de cada Administradora de Fondos de Pensión. Finalmente, no dia 4 de novembro de 1980, a reforma foi aprovada, e implementada, por uma maliciosa sugestão de Piñera, no 1o de maio, Dia Internacional do Trabalho, no ano seguinte.[63] A reação pública foi entusiástica. Em 1990, mais de 70% dos trabalhadores tinham mudado para o sistema privado.[64] Cada um recebeu uma caderneta nova e cintilante na qual as contribuições e os resultados dos investimentos eram registrados. No final de 2006, cerca de 7,7 milhões de chilenos tinham uma Conta de Aposentadoria Pessoal; 2,7 milhões também estavam cobertos por esquemas de seguro

privado de saúde, sob o sistema chamado ISAPRE, que permitia aos trabalhadores trocar o sistema de seguro estatal de saúde por um provedor privado. Pode não parecer – ao lado de outras reformas inspiradas por Chicago, implementadas sob Pinochet –, mas isso representou uma revolução tão grande quanto qualquer coisa que o marxista Allende tivesse planejado em 1973. Além disso, a reforma teve que ser introduzida numa época de extrema instabilidade econômica, uma consequência da mal formulada decisão de vincular a moeda chilena ao dólar em 1979, quando o dragão da inflação parecia ter sido derrotado. Quando as taxas de juros americanas subiram logo depois, a pressão deflacionária afundou o Chile numa recessão que ameaçou descarrilhar completamente o expresso Chicago-Harvard. A economia contraiu 13% em 1982, aparentemente dando razão às críticas da esquerda ao "tratamento de choque" de Friedman. Somente no final de 1985 ficou claro que a crise realmente podia ser considerada como coisa passada. Em 1990, ficou claro que a reforma tinha sido um sucesso: as reformas da previdência social foram responsáveis por quase metade da queda do total do gasto governamental de 34% do PIB para 22%.

Valeu a pena? A imensa aposta moral que os "meninos" de Chicago e de Harvard fizeram, de se aliar a um ditador militar, torturador e assassino, valeu a pena? A resposta depende se você achar, ou não, que essas reformas econômicas ajudaram a pavimentar o caminho para uma democracia sustentável no Chile. Em 1980, exatamente sete anos depois do golpe, Pinochet concedeu uma nova constituição que prescrevia um período de transição de dez anos para a volta à democracia. Em 1990, depois de perder um referendo sobre sua liderança, ele se afastou da presidência (embora continuasse na chefia do Exército pelos oito anos seguintes). A democracia foi restaurada e na mesma época o milagre econômico estava a caminho para ajudar a garantir a sua sobrevivência. Porque a reforma do sistema de pensões não apenas criou uma nova classe de proprietários, cada um com seu próprio pé-de-meia. Ela também deu um poderoso estímulo à economia chilena, pois o efeito foi aumentar significativamente o coeficiente de poupança (para 30% do PIB em 1989, o mais elevado da América do Sul). Inicialmente, uma cláusula foi imposta para impedir que as AFPs investissem mais de 6% (mais tarde 12%) dos recursos do novo fundo de pensão fora do Chile.[65] O efeito dessa decisão foi assegurar que a nova fonte de poupança do Chile foi canalizada no próprio desenvolvimento econômico do país. Em janeiro de 2008, visitei Santiago e observei corretores no Banco do Chile, investindo diligentemente as contribuições da pensão dos trabalhadores chilenos em sua própria bolsa de valores. O índice anual de lucros sobre as Contas de Aposentadoria Pessoal tem sido acima de 10%, refletindo o desempenho elevado da bolsa chilena, que cresceu por um fator de 18, desde 1987.

Existe um lado sombrio no sistema, certamente. Dizem, às vezes, que os custos fiscais e administrativos foram, e são, muito elevados.[66] Como nem todos na economia têm um emprego de tempo integral regular, nem todos acabam participando do sistema. Os autônomos não foram obrigados a contribuir para uma Conta de Aposentadoria Pessoal e os informalmente empregados tampouco contribuem. Isso deixou uma proporção substancial da população sem

qualquer cobertura de pensão, incluindo muitos que moram em La Victoria, outrora um nicho de resistência popular ao regime Pinochet – e ainda uma espécie de lugar onde o rosto de Che Guevara é pintado nas paredes. Por outro lado, o governo está pronto a cobrir a diferença para aqueles cuja poupança não baste para pagar uma pensão mínima, desde que eles tenham pelo menos vinte anos de trabalho. E também existe uma pensão Básica Solidária para aqueles que não se qualificarem para essa última circunstância.67 Acima de tudo, é muito difícil argumentar contra a melhora do desempenho econômico do Chile desde as reformas dos *Chicago Boys*. A taxa de crescimento nos quinze anos anteriores à visita de Friedman era de 0,17%. Nos quinze anos subsequentes, ela foi de 3,28%, quase vinte vezes mais elevada. O índice de pobreza diminuiu dramaticamente, para apenas 15%, muito menos que os 40% no resto da América Latina.[68] Atualmente, Santiago é uma cintilante cidade dos Andes, certamente a cidade mais próspera e mais atraente do continente.

E um sinal do sucesso do Chile é que as reformas do sistema de pensões do país têm sido imitadas em todo o continente e, de fato, em alguns países do mundo. Bolívia, El Salvador e México copiaram integralmente o esquema chileno. O Peru e a Colômbia introduziram pensões privadas como uma alternativa ao sistema estatal.[69] O Cazaquistão também seguiu o exemplo chileno. Até mesmo o primeiro-ministro britânico seguiu uma trilha de Westminster até a porta de Piñera. A ironia é que a reforma chilena foi muito mais radical do que qualquer coisa que tivesse sido tentada nos Estados Unidos, o coração pulsante da economia do livre mercado. Ainda assim, a reforma está chegando aos Estados Unidos, queiram ou não.

Quando o furacão Katrina desabou sobre Nova Orleans, ele desnudou algumas realidades do sistema americano que muitas pessoas vinham fazendo todo o possível para ignorar. Sim, a América tinha um sistema de bem-estar social. Não, ele não funcionava. As administrações Reagan e Clinton tinham implementado o que pareciam reformas radicais do sistema social, reduzindo os benefícios do desemprego e os períodos pelos quais eles podiam ser solicitados. Mas nenhuma parcela de reforma poderia isolar esse sistema da população americana que estava envelhecendo e do custo astronômico do sistema privado de saúde.

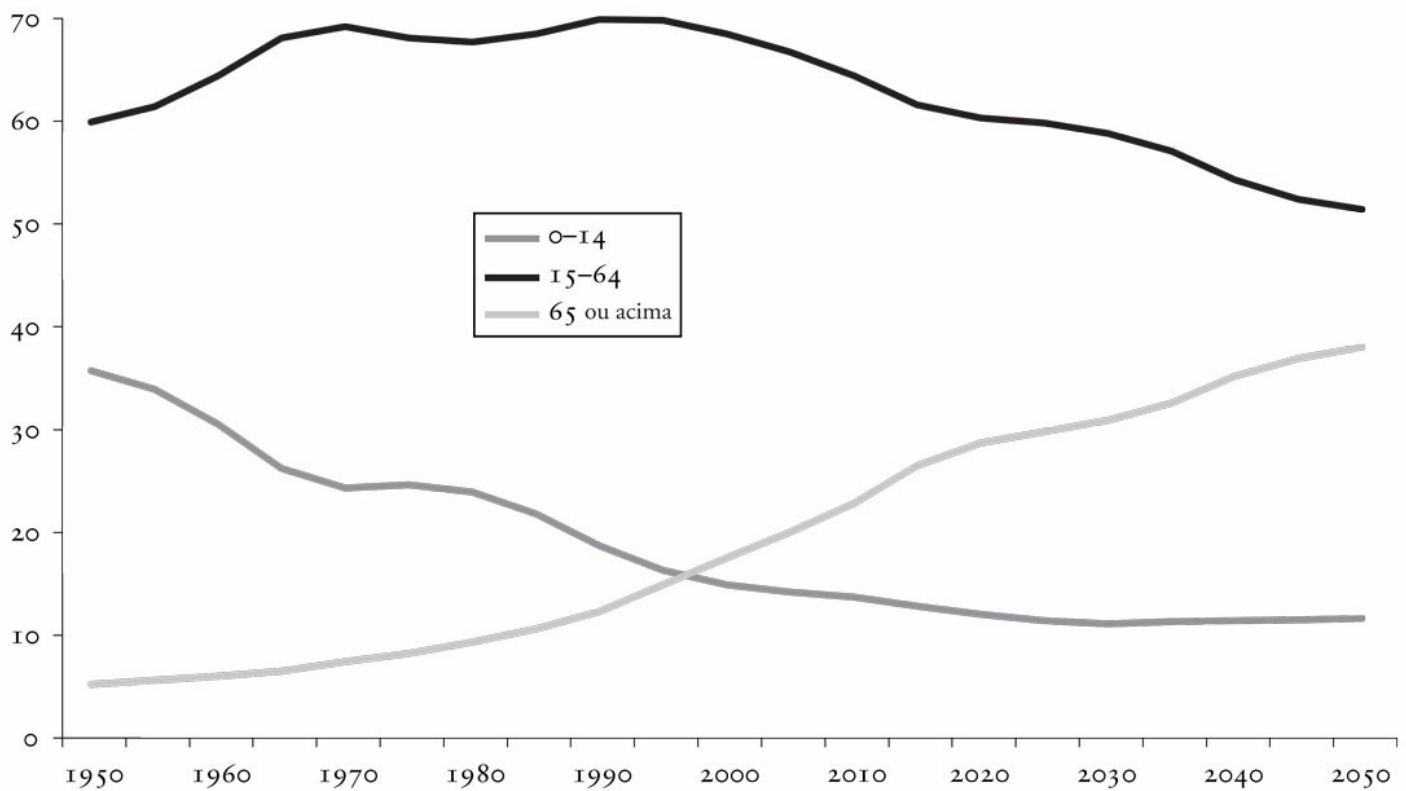
Os Estados Unidos possuem um extraordinário sistema de previdência social. O Social Security [Previdência Social] provê uma pensão mínima para todos os aposentados, e, ao mesmo tempo, o sistema Medicare cobre todos os custos de atendimento médico para os velhos e os incapacitados. O apoio à renda e os outros gastos com a saúde empurraram o custo total dos programas do serviço social americana para 11% do PIB. Os cuidados com a saúde americana, entretanto, são quase inteiramente providos pelo setor privado. No melhor dos casos, é de primeira qualidade, mas está longe de ser barato. E, se você quiser um tratamento antes de se aposentar, precisa ter uma apólice de seguro médico privado – algo que um número estimado de 47 milhões de americanos não têm, porque essas apólices geralmente são disponíveis apenas para aqueles que tenham emprego formal e regular. O resultado é um sistema de serviço social que não é abrangente, muito menos disseminado do que os sistemas

europeus, mas, ainda assim, imensamente caro. Desde 1993, o Social Security tem sido mais caro do que a National Security [Segurança Nacional]. O gasto público com a educação é maior como porcentagem do PIB – 5,9% – do que na Grã-Bretanha, Alemanha ou Japão. Os gastos com a saúde pública são equivalentes a cerca de 7% do PIB, o mesmo que na Grã-Bretanha; mas os gastos com o sistema privado de saúde somam mais: 8,5%, comparados com o insignificante 1,1% dos britânicos.[70]

Esse sistema de serviço social está mal preparado para lidar com o crescimento rápido do número de requerentes. Mas que é precisamente o que os americanos enfrentam agora, quando os membros da chamada geração Baby Boomer, nascida depois da II Guerra Mundial, começam a se aposentar.[71] De acordo com a Organização das Nações Unidas, entre agora e 2050, é provável que a expectativa da vida dos homens americanos suba de 75 para 80 anos. Nos quarenta anos seguintes, a parcela da população americana com 65 anos, ou mais, está projetada para aumentar de 12% para quase 21%. Desafortunadamente, muitos dos cidadãos que logo se aposentarão fizeram inadequadas provisões para suas vidas depois do trabalho. De acordo com o Retirement Confidence Survey [Pesquisa Confidencial da Aposentadoria], de 2006, seis em cada dez trabalhadores americanos dizem que estão poupando para a aposentadoria, e apenas quatro em dez dizem que realmente calcularam quanto deveriam estar poupando. Muitos daqueles sem poupança suficiente imaginam que compensarão trabalhando por mais tempo, até mais velhos. O trabalhador médio planeja trabalhar até os 65 anos. Mas acontece que eles ou elas estão se aposentando aos 62; de fato, cerca de quatro em cada dez trabalhadores americanos acabam deixando a força de trabalho mais cedo do que planejaram.[72] Isso tem graves implicações para o orçamento federal, porque aqueles que erram nos seus cálculos provavelmente vão acabar como uma carga para os contribuintes, de uma maneira ou de outra. Hoje, o aposentado médio recebe benefícios do Social Security, do Medicare e do Medicaid que totalizam US$ 21.000 por ano. Multiplique essa soma pelos atuais 36 milhões de idosos e verá por que esses programas já consomem uma proporção tão grande das receitas dos impostos federais. E essa proporção está destinada a subir, não somente porque o número de aposentados está crescendo, mas também porque os custos de benefícios como o Medicare estão fora de controle, crescendo duas vezes a taxa da inflação. Uma extensão dos benefícios de 2003 para o Medicare cobrir os medicamentos prescritos somente piorou as coisas. De acordo com uma projeção do curador do Medicare, chamado, convenientemente, Thomas R. Saving,[**********] somente o custo do Medicare absorverá 24% de todas as receitas de todos os impostos federais por volta de 2019. Os números atuais também subentendem que o governo federal tem riscos não consolidados muito maiores do que os dados oficiais deixam ver. A última estimativa do Government Accountability Office [Escritório da Responsabilidade do Governo] sobre os "gastos expostos a descoberto", que resultam dos futuros benefícios não consolidados do Social Security e do Medicare é de US$ 34 trilhões.[73] Essa soma é quase quatro vezes o tamanho da dívida federal oficial.

Ironicamente, existe apenas um país onde o problema de uma população envelhecida tem

implicações econômicas muito mais sérias do que nos Estados Unidos. O país é o Japão. Tão bem-sucedida foi a "superpotência do bem-estar social" que a expectativa de vida no Japão se tornara a mais elevada do mundo nos anos 1970. Mas esse dado, combinado com uma queda no índice da natalidade, produziu a sociedade mais velha do mundo, com mais de 21% da sua população já com mais de 65 anos. De acordo com a Nakamae International Economic Research [Nakamae Pesquisa Econômica Internacional], a população envelhecida será igual à população trabalhadora em 2044.[74] Como resultado, o Japão agora está se engalfinhando com uma profunda crise estrutural no seu sistema de serviço e previdência social, que não foi desenhado para lidar com o que os japoneses chamam de sociedade longeva (*chôju shakai*).[75] A despeito do aumento da idade para a aposentadoria, o governo ainda não resolveu os problemas do sistema estatal de pensão. (As questões não foram ajudadas pelo fato de que muitos trabalhadores autônomos e estudantes – para não mencionar alguns políticos importantes – não estão fazendo suas contribuições sociais, conforme exigido pelo Estado.) Enquanto isso, as seguradoras públicas de saúde estão com *deficits* desde o começo dos anos 1990.[76] O orçamento do serviço social do Japão agora é igual a três partes da receita dos impostos. Seu débito excede um quatrilhão de ienes, cerca de 170% do PIB.[77] Mas as instituições do setor privado não estão em melhor forma. As companhias de seguro de vida vêm lutando desde a quebra da bolsa de valores em 1990; três grandes seguradoras faliram entre 1997 e 2000. Os fundos de pensão estão numa situação igualmente calamitosa. Como a maioria dos países no mundo desenvolvido está se movendo na mesma direção, isso confere um novo sentido àquela velha canção *pop* dos anos 1980, sobre estar "virando um japonês". Os ativos dos maiores fundos de pensão do mundo (que incluem o próprio fundo do governo japonês, seu par holandês e o fundo do Californian Public Employees [Funcionários Públicos da Califórnia] agora excedem US$ 10 trilhões, pois cresceram por volta de 60% entre 2004 e 2007.[78] Mas, em última análise, seus riscos crescerão de tal maneira, que a pergunta é se mesmo essas somas imensas bastarão.

A demografia de uma crise da previdência social: Japão, 1950-2050 (porcentagens de partes da população por grupo etário).

A vida mais longa é boa notícia para os indivíduos, mas é má notícia para o Estado do bem-estar social e para os políticos que têm que persuadir os eleitores para reformá-lo. A notícia ainda pior é que, mesmo com a população do mundo ficando mais velha, o próprio mundo pode estar ficando mais perigoso.[79]

Os Garantidos contra os Riscos e os Não Garantidos

O que aconteceria se o terrorismo internacional atacasse com mais frequência, ou mais letalmente, enquanto a Al Qaeda continua sua busca por armas de destruição em massa? De fato, existe uma boa razão para temer esse quadro. Dado o impacto relativamente limitado dos ataques de 2001, a Al Qaeda tem um forte incentivo para tentar um "11 de setembro nuclear".[80] Os porta-vozes da organização não negam isso: pelo contrário, eles se gabam abertamente de sua ambição de "matar 4 milhões de americanos – 2 milhões deles crianças – e exilar o dobro, e ferir e incapacitar centenas de milhares".[81] Isso não pode ser menosprezado como mera retórica. De acordo com Graham Allison, do Belfer Center da Harvard University, "se os Estados Unidos e outros governos apenas continuarem fazendo o que estão fazendo atualmente, um ataque terrorista nuclear numa grande cidade, em 2014, é mais provável do que não". Na opinião de Richard Garwin, um dos projetistas da bomba de hidrogênio, já existe uma "probabilidade de 20% de uma explosão nuclear, com as cidades americanas e europeias incluídas". Outra estimativa, pelo colega de Allison, Matthew Bunn, coloca as chances de um ataque terrorista em 29%, durante um período de dez anos.[82] Mesmo um mecanismo nuclear de 12,5 kiloton mataria mais de 80.000 pessoas se detonado numa cidade americana média; uma

bomba de hidrogênio de 1,0 megaton poderia matar 1,9 milhão de pessoas. Um ataque biológico bem-sucedido usando esporos de antraz poderia ser quase tão letal.[83]

E se o aquecimento global estiver aumentando a incidência de desastres naturais? Aqui, também, existem alguns pontos para grande inquietação. De acordo com os especialistas científicos do Painel Intergovernamental para a Mudança do Clima/IPCC, "a frequência de eventos de pesada precipitação tem aumentado sobre a maioria das áreas", como um resultado do aquecimento global. Existe também "evidência de um aumento na atividade de ciclones tropicais no Atlântico Norte, desde cerca de 1970". O aumento do nível do mar, previsto pelo IPCC, aumentará inevitavelmente os danos das inundações causadas por tempestades como o Katrina.[84] Nem todos os cientistas aceitam a ideia de que a atividade de furacões ao longo da costa atlântica dos Estados Unidos está crescendo (como afirmou Al Gore no documentário *Uma verdade inconveniente*. Mas seria um erro assumir alegremente que não é esse o caso, em especial dado o contínuo crescimento da construção residencial nos estados vulneráveis. Para os governos que já estão cambaleando sob o peso dos compromissos sempre crescentes do serviço e da previdência social, um aumento na frequência ou na escala das catástrofes seria fiscalmente fatal. As perdas do seguro e do resseguro resultantes dos ataques em 11 de setembro ficaram na região de US$ 30-58 bilhões, perto das perdas do seguro devidas ao Katrina.[85] Em ambos os casos, o governo federal dos Estados Unidos teve que entrar em cena para ajudar as seguradoras privadas a honrar seus compromissos, provendo um seguro federal de emergência contra o terrorismo no restolho do 11 de setembro, e absorvendo o grosso dos custos do auxílio da emergência e da reconstrução ao longo da costa do golfo do México. Em outras palavras, exatamente como acontecera nas guerras mundiais, o Estado do bem-estar social entra em cena quando as seguradoras ficam assoberbadas. Mas isso tem um resultado perverso no caso das catástrofes naturais. Com efeito, os contribuintes em partes relativamente seguras do país estão subsidiando aqueles que escolheram viver em regiões propensas à incidência de furacões. Uma maneira possível de corrigir esse desequilíbrio seria criar um programa de resseguro federal para cobrir megacatástrofes. Em vez de recorrer aos contribuintes para pagar a conta de grandes desastres, as seguradoras cobrariam prêmios diferenciados (mais elevados para aqueles próximos de zonas de furacões), delimitando o risco de outro Katrina, ressegurando o risco através do governo.[86] Mas existe outra maneira.

O seguro e a previdência social não são as únicas maneiras de comprar proteção contra choques futuros. A maneira inteligente de fazer isso é conseguir uma garantia. Hoje, todo mundo já ouviu falar dos fundos *hedge*, como o Citadel baseado em Chicago, de Kenneth C. Griffin. Como fundador do Citadel Investment Group, agora um dos 21 maiores fundos *hedge* do mundo, Griffin atualmente administra cerca de US$ 16 bilhões em ativos. Entre esses existem muitos dos chamados ativos embargados, que Griffin compra de companhias falidas como a Enron, para baixar os preços. Não seria excessivo dizer que Ken Griffin adora riscos. Ele vive e respira incertezas. Desde que começou a negociar títulos conversíveis do seu

dormitório estudantil em Harvard, ele já se banqueteou com “rabos gordos”. O principal fundo *offshore* de Griffin gerou lucros anuais de 21% desde 1998.[87] Em 2007, quando outras instituições financeiras estavam perdendo bilhões no aperto do crédito, ele pessoalmente ganhou mais de um bilhão de dólares. Entre outras obras que decoram seu apartamento de cobertura na North Michigan Avenue se pode ver *False Start* [Começo falso], de Jasper Johns, pelo qual ele pagou US$ 80 milhões, e um Cézanne, que lhe custou US$ 60 milhões. Quando Griffin se casou, o casamento foi em Versalhes (o castelo francês, não a pequena cidade de Illinois com o mesmo nome).[88] Negociar com *hedge* é claramente um bom negócio no mundo arriscado. Mas o que significa exatamente e de onde surgiu?

As origens do negócio de *hedge*, bastante apropriadamente, são agrícolas. Para um fazendeiro, na hora de plantar, nada é mais crucial do que o preço que ele conseguirá depois da colheita, quando a levar ao mercado. Mas o preço pode ser mais baixo do que ele esperava, ou mais alto. Um contrato de futuros permite que ele se proteja, ao comprometer um negociante a comprar sua colheita quando ela chegar ao mercado, a um preço acertado quando as sementes foram plantadas. Se o preço do dia do mercado da entrega for mais baixo do que o esperado, o fazendeiro está protegido; o negociante que lhe vende o contrato naturalmente espera que o preço esteja mais elevado, para que tenha lucro. Quando as pradarias americanas eram aradas e plantadas, e quando os canais e as ferrovias as conectaram com as grandes cidades do nordeste industrializado, elas se tornaram a cesta de pão da nação. Mas a oferta e a demanda e, por conseguinte, os preços flutuavam loucamente. Entre janeiro de 1858 e maio de 1867, em parte como resultado da Guerra Civil, o preço do trigo disparou de 55 centavos para US$ 2,88 por alqueire, a medida de peso, antes de despencar para 77 centavos em março de 1870. As primeiras formas de proteção para os fazendeiros eram conhecidas como contratos avançados, na verdade simples acordos bilaterais entre o vendedor e o comprador. Um verdadeiro contrato de futuros, entretanto, é um instrumento padronizado emitido por uma troca de futuros e, desse modo, comercializados. Com o desenvolvimento de um contrato padrão de futuros “destinos”, ao lado de um conjunto de regras para garantir o acordo e, finalmente, uma carteira de compensação, o primeiro verdadeiro mercado de futuros nasceu. Seu local de nascimento foi a Windy City – a Cidade dos Ventos –, Chicago. A criação de uma bolsa permanente de futuros em 1874 – a Chicago Produce Exchange, a antepassada da atual Chicago Mercantile Exchange – criou um lar para os negócios de *hedge* nos mercados de *commodities* dos Estados Unidos.[89]

Um *hedge*, puro e simples, elimina inteiramente riscos relacionados com o preço. Ele exige um especulador para assumir o risco. Na prática, entretanto, a maioria dos negociadores de *hedge* tende a se engajar em alguma medida em atividade especulativa, procurando maneiras de lucrar dos movimentos futuros dos preços. Em parte por causa do desconforto público sobre isso – o sentimento de que os mercados futuros são pouco melhores que cassinos –, não foi senão nos anos 1970 que os futuros puderam também ser emitidos para moedas e taxas de juros; e foi somente em 1982 que os contratos futuros sobre as ações

movimentadas pelas bolsas de valores se tornaram possíveis.

Na Citadel, Griffin reuniu matemáticos, físicos, engenheiros, analistas de investimento e uma tecnologia avançada de computadores. Alguma coisa do que eles fazem é verdadeiramente o equivalente à ciência de foguetes. Mas os princípios subjacentes são simples. Como todos eles são derivados do valor dos ativos subjacentes, todos os contratos de futuros são formas de "derivativos". Estreitamente relacionados, embora distintos dos futuros, são os contratos financeiros conhecidos como opções. Em essência, o comprador de uma *call option* (chamada de opção) tem o direito, mas não a obrigação, de comprar uma quantidade acordada de uma determinada *commodity*, ou de um ativo financeiro do vendedor ("subscritor") da opção num tempo especificado (a data de vencimento), por um preço específico (conhecido como *strike price*). É claro que o comprador de uma chamada *call option* espera que o preço da *commodity*, ou do instrumento subjacente suba no futuro. Quando o preço ultrapassa o *strike price* acordado, a opção está "no dinheiro" – e também o cara esperto que a comprou. Uma *put option* é exatamente o oposto – opção sobre a entrega de mercadorias em data e por um preço convencionado: o comprador tem o direito, mas não a obrigação, de vender uma quantidade acordada de algo ao vendedor da opção. Um terceiro tipo de derivativo é o *swap*, que efetivamente é uma aposta entre dois interessados, por exemplo, na trilha futura das taxas de juros. Um *swap* de taxa de juro permite que os dois interessados, que já estão recebendo pagamentos de juros, literalmente os permutem (*swap* significa permuta, troca, em inglês), permitindo que alguém receba uma taxa variável de juro para trocá-la por uma taxa fixa de juro, no caso do declínio das taxas de juros. O não pagamento de um crédito *swap*, contudo, oferece proteção contra o não pagamento de uma companhia de seus títulos. Talvez a forma mais intrigante de derivativo, entretanto, sejam os derivativos do clima, como os títulos de catástrofes naturais, que permitem que as seguradoras e outras companhias compensem os efeitos de temperaturas extremas ou de desastres naturais, vendendo os chamados rabos de risco para os fundos *hedge*, como o Fermat Capital. Com efeito, o comprador de um "cat bond" – "título gato" – está vendendo seguros; se o desastre especificado no título acontecer, o comprador tem que desembolsar uma soma acordada, ou perde seu principal por confisco. Em compensação, o vendedor paga uma atraente taxa de juros. Em 2006, o total do valor especulativo dos derivativos de risco climático andava por volta de US$ 45 bilhões.

Houve um tempo quando a maioria desses derivativos era de instrumentos padronizados, produzidos por bolsas de valores como a Chicago Mercantile, que foi a pioneira dos derivativos de risco climático no mercado. Agora, entretanto, a vasta proporção é de derivativos feitos sob encomenda, vendidos "por cima do balcão" (OTC = "over-the-counter"), frequentemente por bancos que cobram comissões atraentes por seus serviços. De acordo com o Bank for International Settlements, o BIS, o total das somas especulativas pendentes de contratos derivativos OTC – combinados numa base *ad hoc* entre dois interessados – atingiu a assombrosa soma de US$ 596 trilhões em dezembro de 2007, com um

valor bruto de mercado de apenas pouco mais de US$ 14,5 trilhões.*********** Embora eles tenham sido chamados de armas financeiras de destruição em massa por investidores mais tradicionais como Warren Buffett (que, mesmo assim, fez uso deles), a opinião em Chicago é que o sistema econômico do mundo jamais esteve mais bem preparado contra o inesperado.

Contudo, permanece o fato de que essa revolução financeira efetivamente dividiu o mundo em dois: aqueles que são (ou podem ser) garantidos contra os riscos e aqueles que não são (ou não podem ser). Você precisa de dinheiro para ser garantido contra riscos. Os fundos *hedge* pedem, habitualmente, por investimentos com um mínimo de seis ou sete ou oito zeros, e cobram uma taxa de administração de pelo menos 2% do seu dinheiro (o Citadel cobra quatro vezes isso) e 20% dos lucros. Isso significa que a maioria das grandes corporações pode pagar para se garantir contra aumentos inesperados das taxas de juros, das taxas de câmbio ou dos preços das *commodities*. Se quiserem, também podem se garantir – *hedge* – contra futuros furacões, ou ataques terroristas, vendendo "cat bonds" e outros derivativos. Em comparação, a maioria das famílias comuns não pode absolutamente se garantir, e até mesmo não saberia como, mesmo que pudesse pagar. Nós, os mortais inferiores, ainda temos que confiar nos instrumentos relativamente obtusos e, com frequência, caros das apólices de seguro para nos proteger contra todas as surpresas desagradáveis da vida; ou esperar que o Estado do bem-estar e da previdência social apareça para nos resgatar.

Existe, é claro, uma terceira estratégia muito mais simples: aquela velha e antiga estratégia de poupar para os tempos difíceis. Ou, ainda, fazer empréstimos para comprar ativos cuja futura valorização supostamente pagará por um anteparo contra as calamidades inesperadas. Para muitas famílias nos anos recentes, fazer provisão para um futuro incerto tem tomado a forma muito simples de um investimento (geralmente alavancado, ou seja, financiado por uma dívida) numa casa, cujo valor supostamente continuará subindo até o dia em que os provedores precisem se aposentar. Se o plano da pensão não der para pagar tudo, não importa. Se perder o seguro de saúde, não importa. Sempre haverá o lar, doce lar.

Como uma apólice de seguro, ou um plano de pensão, essa estratégia tem uma falha muito óbvia. Ela representa uma aposta de mão única, totalmente sem garantia – *unhedge* – em um mercado: o mercado imobiliário, da propriedade imóvel. Lamentavelmente, como todos veremos no próximo capítulo, uma aposta em tijolos e em argamassa está muito longe de ser tão segura quanto casas. E você não precisa viver em Nova Orleans para descobrir isso da pior maneira possível.

---

* Uma típica apólice do proprietário de uma casa na costa do golfo do México inclui uma cláusula de Hurricane Deductible Endorsement [Endosso Dedutível de Furacão], com uma dedução de porcentagem que se aplica a qualquer reivindicação de "perda ou dano físico direto para a propriedade assegurada, causados por vento, rajada de vento, granizo, chuva, tornados ou ciclones causados por ou resultantes de um furacão". Entretanto, geralmente existe uma exclusão ao longo dessas linhas: "Não cobrimos... qualquer perda que não tiver ocorrido na ausência de um ou mais dos seguintes eventos excluídos", como "Dano causado por água, significando... inundação, água de superfície, ondas, vagas de água, *tsunami, seiche* (ondas de lago), enchente de um corpo de água, ou rajada de qualquer um desses exemplos anteriores, todos provocados pelo vento, ou não". Além disso: "Não cobrimos por essas perdas, independente de: (a) a causa do evento excluído; ou (b) outras causas da perda;

ou (c) se outras causas agiram concomitantemente, ou em qualquer sequência com o evento excluído para produzir a perda; ou (d) se os eventos ocorreram repentina ou gradualmente...”. Esse é um clássico exemplo de texto em letra muito miúda, destinado a limitar o risco da seguradora de uma maneira não prontamente inteligível para o dono da apólice de seguro.

** As companhias de seguro de acidentes e de propriedades nos Estados Unidos tiveram um lucro líquido, depois do pagamento de impostos, de US$ 43 bilhões em 2005, e de US$ 68 bilhões em 2006, ao passo que tiveram uma média de menos de US$ 24 bilhões nos três anos precedentes.

*** Timothy Balducci, sócio de Scruggs, foi gravado oferecendo US$ 40.000 ao juiz Lackey. “A única pessoa no mundo, além de mim e do senhor, que tem discutido este assunto sou eu e Dick”, Balducci disse a Lackey. “Nós, bem, como eu disse, não somos senão três pessoas neste mundo que sabem algo sobre isto... e dois deles estão sentados aqui, e o outro, bem, sendo Scruggs... Ele e eu, bem, como poderei dizer, durante mais de cinco ou seis anos ali, existem corpos escondidos, que o senhor sabe, e que ele e eu sabemos onde estão.” No dia 1º de novembro de 2007, Balducci telefonou para Scruggs para lhe dizer que o juiz agora se sentia “mais exposto aos fatos e à lei do que estivera antes”, e para perguntar se Scruggs “faria uma pequena coisa a mais, você sabe”. Scruggs disse que “tomaria conta de tudo”.

**** Para uma discussão adicional sobre essa crucial distinção, ver o *Posfácio*, p. 322-23.

***** A propensão humana para fechar as portas de estábulos depois que os cavalos fugiram é bem ilustrada pela história do seguro contra incêndios. Foi *depois* do incêndio em Nova York em 1835 que os estados americanos começaram a insistir que as companhias de seguro mantivessem reservas financeiras adequadas. Foi *depois* do incêndio em Hamburgo em 1842 que o resseguro se desenvolveu de uma maneira que as companhias de seguro pudessem partilhar os riscos de grandes desastres.

****** Wallace também era membro da Sociedade Filosófica de Edimburgo, para a qual ele apresentou sua “Dissertação sobre os números da humanidade em tempos antigos e modernos”, uma obra que, em alguns aspectos, antecipou o posterior *Ensaio sobre o princípio da população*, de Thomas Malthus.

******* *Sir* Walter Scott foi uma vítima da primeira crise da dívida latino-americana (ver Capítulo 2). Talvez também tenha sido vítima do seu apetite por propriedades imobiliárias. Para ajudar a financiar o custo da sua adorada casa em Abbotsford, o autor se tornara sócio comanditário dos impressores que publicavam seus livros, James Ballantyne and Co., e na editora associada John Ballantyne & Co. Também investiu em seu próprio editor, Archibald Constable, acreditando que os resultados dessas participações acionárias seriam superiores aos *royalties* tradicionais. Ele manteve esses negócios em segredo, acreditando que seriam incompatíveis com sua posição como escrivão do Tribunal de Sessões, e como xerife. A falência da Ballantyne e de Constable, em 1825, deixou Scott com dívidas entre £ 117.000 e £ 130.000. Em vez de vender Abbotsford, Scott se comprometeu a escrever para sair do vermelho. Ele conseguiu, mas a um custo considerável para a sua saúde e morreu em 1832. Se tivesse morrido antes, seus credores teriam sido os beneficiários da sua apólice da Scottish Widows.

******** A campanha original de 1986 foi fotografada por David Bailey, com a filha do ator Roger Moore, Deborah, como uma Viúva Escocesa improvavelmente sedutora.

********* Friedman observou, em 1988, que ele dera o mesmo conselho sobre a inflação ao governo chinês, mas descobriu que não recebeu “avalanches de protestos por ter aconselhado um governo tão perverso”, apesar do fato de que esse “tinha sido e ainda é mais repressor do que a junta militar chilena”.

********** *Saving*, em inglês, significa *poupança*. (N. T.)

*********** Isso é para dizer que a soma especulativa pendente, se todos os derivativos fossem desembolsados, é de aproximadamente quatro vezes e meia o valor estimado de mercado dos contratos.

5
Seguro como Casas

Ela é o jogo econômico favorito no mundo de fala inglesa: a propriedade. Nenhuma outra faceta da vida financeira tem tanto peso na imaginação popular. Nenhuma outra decisão de dotação de ativo, de valor, inspirou tantas conversas em jantares e festas. O mercado imobiliário é incomparável. Todo adulto, não importa o quão economicamente analfabeto, tem uma visão, uma ideia sobre suas perspectivas futuras. Até mesmo as crianças são ensinadas a subir pela escada da propriedade, muito antes de terem seu próprio dinheiro.* E a maneira como as ensinamos é literalmente a jogar um jogo imobiliário.

O jogo que hoje conhecemos como Monopólio foi engendrado pela primeira vez em 1903, por uma americana chamada Elizabeth – "Lizzie" – Phillips, uma partidária fervorosa do economista radical Henry George. O sonho utópico de Lizzie era de um mundo no qual o único imposto seria um tributo sobre os valores da terra. O objetivo pretendido do jogo era expor a iniquidade de um sistema social no qual uma pequena minoria de proprietários de terra lucrava com os aluguéis que recolhiam dos seus inquilinos. Originalmente conhecido como "O jogo dos proprietários", esse proto-Monopólio tinha várias características familiares – a trilha contínua retangular, o canto do Vai para a Cadeia –, mas pareceu muito complexo e didático para ter apelo de massa. De fato, entre os primeiros a adotá-lo estava uma dupla excêntrica de professores universitários, Scott Nearing, da Warton, e Guy Tugwell, da Columbia, que o modificaram para usá-lo na sala de aula. Foi um engenheiro hidráulico desempregado chamado Charles Darrow que viu o potencial comercial do jogo depois que foi apresentado por amigos a uma versão baseada nas ruas de Atlantic City, o balneário na costa de Nova Jersey. Darrow redesenhou o tabuleiro, de tal modo que cada quadrado da propriedade fosse cruzado por uma faixa brilhantemente colorida, e entalhou à mão pequenas casas e hotéis que os jogadores poderiam "construir" nos quadrados que tivessem "adquirido". Darrow tinha muito jeito com as mãos (ele conseguia produzir um desses jogos

completos em oito horas), mas também teve a "audácia" de um vendedor, pois conseguiu convencer a loja de departamentos John Wanamaker, da Filadélfia, e o varejista de brinquedos F. A. Schwartz a comprarem seu brinquedo para o Natal de 1934. Não demorou muito e ele estava vendendo mais do que podia produzir. Em 1935, a companhia Parker Brothers, que fazia jogos de tabuleiro (e que não tinha se interessado pelo primeiro Jogo do Proprietário), comprou seu negócio.[1]

A Grande Depressão pode ter parecido um período desfavorável e impróprio para lançar o que, naquela altura, tinha sido mudado para um jogo para presuntivos proprietários. Mas talvez todo aquele multicolorido dinheiro falso fizesse parte do apelo do Monopólio. "Como o nome do jogo sugere", anunciava a Parker Brothers em abril de 1935:

> ... os jogadores lidam com o mercado imobiliário, estradas de ferro e empresas de utilidades públicas, num esforço para obter o monopólio sobre uma propriedade, de modo a obter aluguel dos outros jogadores. A animação corre elevada e solta quando eles se deparam com problemas tão familiares quanto as hipotecas, impostos, cofre comunitário, opções, aluguéis, dinheiro de juros, mercado imobiliário não desenvolvido, hotéis, edifícios de apartamentos, casas, empresas de energia e outras transações, para as quais o dinheiro de papel é fornecido.[2]

O jogo foi um sucesso fenomenal. No final de 1935, havia vendido um quarto de milhão de exemplares. Em quatro anos, versões foram criadas na Grã-Bretanha (onde a Waddington's criou a versão de Londres que eu joguei pela primeira vez), França, Alemanha, Itália e Áustria – embora os governos fascistas tivessem sido ambíguos sobre o caráter do jogo, então laudatoriamente capitalista.[3] Na época da II Guerra Mundial, o jogo era tão ubíquo que a inteligência britânica pôde usar os tabuleiros de Monopólio fornecidos pela Cruz Vermelha, para contrabandear *kits* de fuga – incluindo mapas e moedas europeias verdadeiras – para britânicos presos em campos alemães.[4] Desempregados americanos e prisioneiros britânicos apreciavam o Monopólio pela mesma razão. Na vida real, os tempos podem estar difíceis, mas, quando jogamos Monopólio, podemos sonhar em comprar ruas inteiras. O que o jogo nos diz, numa completa contradição com a intenção da sua inventora original, é que é inteligente possuir propriedades. Quanto mais propriedades você possuir, mais dinheiro você faz e mais dinheiro você tem. No mundo de fala inglesa particularmente, tornou-se uma verdade universalmente reconhecida que nada bate tijolos e argamassa como um investimento.

"Seguro como casas": a frase lhe diz tudo que você precisa saber sobre o motivo de todas as pessoas ansiarem para possuir seus próprios lares, no mundo inteiro. Mas essa frase significa algo mais preciso no mundo das finanças. Significa que não existe nada mais seguro do que emprestar dinheiro para as pessoas comprarem propriedades. Por quê? Porque, se elas não pagarem o empréstimo, o emprestador, ou o banco, pode tomar a propriedade. Mesmo que elas fujam, a casa não desaparece nem sai do lugar. Como dizem os alemães (e também os brasileiros) terrenos e casas são propriedades "imóveis". Assim, não é por coincidência que a fonte de recursos mais importante para um negócio novo nos Estados Unidos seja a hipoteca da casa do empreendedor. Correspondentemente, as instituições financeiras se tornaram cada

vez menos inibidas a respeito de emprestar dinheiro para pessoas que querem comprar propriedades. Desde 1959, o total da dívida hipotecária pendente nos Estados Unidos cresceu 75 vezes. Em conjunto, todos os proprietários americanos deviam uma soma equivalente a 99% do PIB do país no final de 2006, comparado com 38% cinquenta anos atrás. Esse salto para cima no volume dos empréstimos ajudou a financiar um *boom* no investimento residencial que atingiu um pico de cinquenta anos em 2005. Durante algum tempo, a oferta de residências novas pareceu incapaz de manter o ritmo com a demanda acelerada. Cerca da metade do crescimento do PIB americano na primeira metade de 2005 era relacionada com o mercado imobiliário.

A paixão pela propriedade no mundo de fala inglesa também tem sido o fundamento para um experimento político: a criação das primeiras democracias de donos de propriedade no mundo, com algo entre 65% e 83% de famílias que possuem a casa onde moram.[**] A maioria dos eleitores, em outras palavras, também é de proprietários. Alguns dizem que esse é um modelo que o mundo inteiro deveria adotar. De fato, nos anos recentes, ele está se espalhando rápido, com *booms* nos preços das casas e apartamentos não somente na "Angloesfera" – Austrália, Canadá, Irlanda, Reino Unido e os Estados Unidos –, mas também na China, França, Índia, Itália, Rússia, Coreia do Sul e Espanha. Em 2006, a inflação nominal do preço das casas ultrapassou 10% em oito de cada dezoito países da Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico, a OCDE. Os Estados Unidos não tiveram, de fato, uma bolha imobiliária excepcional entre 2000 e 2007: os preços subiram muito mais nos Países Baixos e na Noruega.[5]

Mas a propriedade realmente é tão segura quanto uma casa? Ou o jogo do mercado imobiliário é mais como um castelo de cartas?

A Aristocracia Proprietária

Agora, a posse de residência é uma exceção somente nas partes mais pobres da Grã-Bretanha e dos Estados Unidos, como o East End de Glasgow ou o East Side de Detroit. Durante a maior parte da história, entretanto, foi privilégio exclusivo de uma elite aristocrática. As grandes propriedades rurais eram passadas de pai para filho, junto com os títulos honoríficos e os privilégios políticos. Todos os demais eram inquilinos, locatários, arrendatários, pagando aluguel ao senhorio. Até mesmo o direito de votar nas eleições era originalmente uma função da posse da propriedade. Na Inglaterra rural antes de 1832, de acordo com os estatutos aprovados no século XV, somente homens que possuíssem propriedade que valesse pelo menos 40 xelins por ano, num determinado condado, podiam votar ali. Isso significava, no máximo, 435.000 pessoas na Inglaterra e no País de Gales – cuja maioria estava ligada aos proprietários mais ricos, por uma intrincada rede de patronato político. Dos 514 membros do Parlamento que representavam a Inglaterra e o País de Gales na Câmara dos Comuns, ou Câmara Baixa, no começo dos anos 1800, cerca de 370 eram selecionados por quase 180

patronos proprietários. Mais de um quinto desses membros eram filhos de pares do reino.

Em um aspecto, a Grã-Bretanha não mudou muito desde aquela época. Cerca de quarenta milhões entre sessenta milhões de acres pertencem a apenas 189.000 famílias.[6] O duque de Westminster permanece o terceiro homem mais rico no Reino Unido, com um total de bens estimado em £ 7bilhões; também entre os cinquenta da "lista dos mais ricos" estão o conde Cadogan (2,6 bilhões de libras) e a baronesa Howard de Walden (1,6 bilhão de libras). A diferença é que a aristocracia não mais monopoliza o sistema político. O último aristocrata que serviu como primeiro-ministro foi Alec Douglas-Home, o 14º conde de Home, que deixou o cargo em 1964 (derrotado, como ele mesmo disse, pelo "14o sr. Wilson"). De fato, graças à reforma na Câmara dos *Lords*, ou Câmara Alta, a aristocracia hereditária está para ser finalmente alijada do sistema parlamentar britânico.

O declínio da aristocracia como força política tem sido explicado de muitas maneiras. No seu âmago, contudo, a causa foi financeira. Até os anos 1830, a fortuna sorriu para a elite, as mais ou menos trinta famílias com renda bruta anual de mais de £ 60.000 proveniente das suas terras. O valor das terras subiu muito durante as Guerras Napoleônicas, porque a combinação da pressão demográfica e da inflação da época da guerra provocou a duplicação do preço do trigo. Dali em diante, a industrialização trouxe sorte inesperada para aqueles que tinham propriedade de minas de carvão ou de imóveis urbanos, enquanto a dominação aristocrática do sistema político assegurava um fluxo constante de remuneração do tesouro público. Como se não fosse o bastante, os grandes magnatas tiraram toda a vantagem da sua capacidade de fazer empréstimos. Alguns o fizeram para "melhorar" suas propriedades rurais, drenando campos e anexando terras de propriedade pública. Outros o fizeram para financiar um estilo de vida de consumo conspícuo. Os duques de Devonshire, por exemplo, gastavam entre 40% e 55% da sua renda anual para o pagamento de juros, tão enormes foram os empréstimos que fizeram durante o século XIX. "Tudo que o senhor quer", reclamou um dos seus advogados, "é o poder de autocontrole."[7]

O problema é que a propriedade, não importa quanto você possua, é uma segurança apenas para a pessoa que lhe empresta dinheiro. Como a senhorita Demolines diz no livro *Last Chronicle of Barset* [A última crônica de Barset], de Trollope, "a terra não pode fugir".[***] Foi por isso que tantos investidores do século XIX – advogados locais, bancos privados e companhias de seguros – foram atraídos para as hipotecas, como um investimento aparentemente livre de riscos. Como contraste, a única segurança de quem fazia empréstimos, contra a perda da sua propriedade para esses credores, é a sua própria renda. Desafortunadamente para os grandes proprietários de terras na Grã-Bretanha vitoriana, repentinamente eles não puderam mais contar com isso. Do final dos anos 1840 em diante, a combinação do crescimento da produção de grãos em todo o mundo, a redução dos custos do transporte e a queda das barreiras tarifárias – exemplificada pela revogação da Lei do Grão em 1846 – erodiram a posição econômica dos donos de terras. Quando os preços do milho despencaram de um pico de 3 libras o alqueire para um nadir de cinquenta centavos em 1894,

também caiu a renda da terra agrícola. Os índices de lucros das propriedades rurais caíram de 3,65% em 1845 para apenas 2,51% em 1885.[8] Como a revista *The Economist* resumiu: "Nenhuma segurança jamais foi colocada com fé mais implícita, e ultimamente poucas se viram querendo-a de maneira mais triste do que a terra inglesa". Para aqueles com grandes propriedades rurais na Irlanda, o problema foi magnificado pelo crescente agitação política. Esse declínio e essa queda econômica foram exemplificados pelas fortunas da família que construiu a Stowe House, em Buckinghamshire.

Existe alguma coisa inegavelmente magnífica em Stowe House. Com suas colunatas majestosas, seu impressionante pórtico Vanbrugh e seus deliciosos jardins "Capability" Brown, a casa é um dos mais elegantes exemplos sobreviventes da arquitetura aristocrática do século XVIII. Ainda assim, hoje falta algo em Stowe – ou melhor, muitas coisas. Em cada um dos nichos do Salão de Mármore elíptico, outrora havia uma estátua romanesca. As esplendorosas lareiras georgianas nas Salas do Estado foram substituídas por símiles vitorianas baratas e diminutas. As salas que outrora eram abarrotadas com o mobiliário mais fino e elegante, agora estão vazias. Por quê? A resposta é que essa casa outrora pertenceu à vítima mais distinta do primeiro desastre imobiliário moderno, Richard Plantagenet Temple-Nugent-Brydges-Chandos-Grenville, 6º visconde Cobham, e 2o duque de Buckingham.

Stowe era apenas uma parte do vasto império imobiliário adquirido pelo duque de Buckingham e seus antepassados, que tinham escalado de um baronato a um ducado no espaço de 125 anos, através de uma combinação de patronato político e de casamentos estratégicos.[9] No total, o duque possuía cerca de 67.000 acres na Inglaterra, Irlanda e Jamaica. Parecia uma base mais do que adequada para o seu estilo de vida extravagante. Ele gastava dinheiro como se este pudesse sair de moda: com amantes, com filhos ilegítimos, com processos contra os testamenteiros do seu sogro, comprando sua trilha até a Ordem da Jarreteira, com a oposição à Grande Lei da Reforma e a revogação da Lei do Grão – com qualquer coisa que ele sentisse compatível com sua posição de duque do reino e a personificação viva da Terra. Ele se orgulhava em "resistir a qualquer medida injuriosa aos interesses agrícolas, não importa por qual governo elas sejam implementadas". De fato, ele renunciou à oposição de *Lord* do Selo Privado no governo de *Sir* Robert Peel, para não ter que apoiar a revogação da Lei do Grão.[10] Em 1845, entretanto – mesmo antes da queda brusca nos preços dos grãos em meados do século, em outras palavras –, suas dívidas estiveram perto de soterrá-lo.

Stowe House: *grandeur* aristocrática completamente hipotecada

Com uma renda bruta anual de 72.000 libras, ele estava gastando 109.140 libras por ano, e tinha acumulado dívidas de 1.027.282 libras.[11] A maior parte da sua renda era absorvida pelo pagamento dos juros (sobre algumas das suas dívidas, eram cobradas taxas de 15%) e com prêmios de uma apólice de seguro de vida, que provavelmente era a melhor esperança dos seus credores de verem a cor do seu dinheiro.[12] Ainda assim, teve que haver uma insensatez final.

Na preparação para a muito esperada visita da rainha Victoria e do príncipe Albert em janeiro de 1845, o duque reformou a Stowe House, de alto a baixo. A casa inteira foi decorada com os mais recentes exemplares dos móveis de luxo. Havia até mesmo peles de tigre no banheiro real. A rainha Victoria observou irascivelmente: "Eu não tenho este esplendor em nenhum dos meus dois palácios". Como se não fosse o bastante, o duque chamou o Regimento de Cavalaria inteiro (à sua própria custa), para disparar salvas de boas-vindas quando a rainha e seu consorte entrassem na sua propriedade. Quatrocentos arrendatários a cavalo se alinharam para recebê-los, como também várias centenas de trabalhadores elegantemente vestidos, três charangas e mais um destacamento especial da polícia, que foi trazido especialmente de Londres para o dia.[13] Foi a última gota para as finanças do duque. Para evitar a ruína completa da família, o filho de Buckingham, o marquês de Chandos, foi aconselhado a assumir o controle das propriedades rurais do seu pai, tão logo alcançou a

maioridade. Depois de penosas disputas legais, o filho prevaleceu.[14] Em agosto de 1848, para o horror do duque, todos os móveis e demais utensílios e apetrechos da casa foram leiloados. Naquele momento, seu faustoso lar ancestral foi aberto para multidões de caçadores de pechinchas para fazer lances pela baixela de prata, os vinhos, a louça, as obras de arte e os livros raros, para todo o mundo (como *The Economist* escarneceu), como se o duque fosse "um negociante falido de cerâmica".[15] O resultado total das vendas do leilão foi de 75.000 libras. Nada poderia ter simbolizado melhor a nova era do declínio aristocrático.

Divorciado da sua mulher escocesa, sofredora de longa data e muito traída, cujo guarda-roupa inteiro foi confiscado pelos oficiais do xerife de Londres, o duque foi forçado a se mudar de Stowe House para quartos alugados. Ele preencheu o resto dos dias no seu clube de Londres, o Carlton, escrevendo uma sucessão de memórias altamente inconfiáveis, e correndo incorrigivelmente atrás de atrizes e de mulheres casadas. Acostumado ao que outrora parecera uma facilidade de saques a descoberto sem limites, ele resmungava amargamente que seu filho "lhe concedera, no lugar de uma soma de acordo com a minha classe social, o soldo de um oficial que nada tem para pagar além das suas próprias despesas":[16]

> Na hora de angústia, [ele] empurrou seu Pai para o mundo, negligenciado, abandonado & perseguido... Tendo tomado posse das suas grandes propriedades rurais & outras propriedades urbanas, [ele] as manteve para o seu detrimento & perda, & contra todo princípio de honra e justiça, &... viveu para testemunhar a desonra e a degradação do seu Pai.[17]

"Você me vê envenenado e roubado", ele se lamentava a qualquer um no Carlton que se dispusesse a ouvi-lo.[18] Quando o duque finalmente expirou em 1861, ele estava vivendo à custa do seu filho no Great Western Hotel, na estação ferroviária de Paddington. Simbolicamente, seu filho mais parcimonioso era, então, presidente da London and North-western Railway Company.[19] No mundo moderno, como acabou acontecendo, um emprego regular era mais importante do que um título herdado, não importa quantos acres se possuísse.

Três gerações da aristocracia:
em cima, à esquerda: Richard Grenville, 1º duque de Buckingham;
em cima, à direita: Richard Grenville, 2º duque de Buckingham;
abaixo, à esquerda: Richard Grenville, 3º duque de Buckingham

A queda do duque de Buckingham foi um arauto de uma era nova e democrática. As leis da reforma eleitoral, aprovadas em 1832, 1867 e 1884 erodiram o que ainda permanecera da influência aristocrática na política britânica. No final do século XIX, ao pagar 10 libras de aluguel, qualquer cidadão se qualificava para votar como se tivesse ganhado legitimamente 10 libras anuais da sua propriedade. O eleitorado somava, então, 5,5 milhões – 40% de homens adultos. Em 1918, aquela última qualificação econômica foi finalmente removida, e depois de 1928 todos os adultos, homens e mulheres, tiveram o direito ao voto. Mas o advento do sufrágio universal não significou que a posse da propriedade tivesse se tornado universal também. Pelo contrário: no final de 1938, menos de um terço do estoque das residências do Reino Unido estava nas mãos dos seus donos-residentes. Foi do outro lado do Atlântico que a verdadeira democracia da posse da propriedade emergiria. E ela surgiu da crise financeira mais profunda que o mundo conhecera.

A Democracia da Posse do Lar

O lar de um inglês é o seu castelo, ou assim diz o ditado. Os americanos também sabem que (como Dorothy diz em *O Mágico de Oz*) "não existe nenhum lugar como o meu lar", mesmo que todos os lares sejam bastante similares. Mas as origens do modelo anglo-americano da posse do lar altamente equipado pela família residem tanto na esfera da política do governo quanto na esfera da cultura. Se o velho sistema de classes, baseado na posse da propriedade pela elite, era claramente britânico, a democracia da posse de propriedades foi feita na América.

Antes dos anos 1930, pouco mais de dois quintos das famílias americanas possuíam as casas onde viviam. A menos que fosse um fazendeiro, as hipotecas eram uma exceção, não a regra. As poucas pessoas que fizeram empréstimo para comprar suas casas nos anos 1920 se viram em profundas dificuldades com a chegada da Grande Depressão, especialmente se o principal provedor da casa estivesse entre os milhões que perderam seus empregos e suas rendas. As hipotecas eram de curto prazo, geralmente de três a cinco anos, e não eram amortizadas. Em outras palavras, as pessoas pagavam juros, mas não pagavam novamente a soma que tinham tomado emprestado (o principal) até o final do termo do empréstimo, de modo que acabavam tendo que enfrentar um pagamento final do tamanho de um balão. Durante os anos 1920, a diferença média (o *spread*) entre as taxas de hipoteca e os rendimentos dos títulos corporativos de primeira classe era de cerca de dois pontos percentuais, comparado com cerca da metade da porcentagem (50 pontos de base) nos vinte anos anteriores. Havia também substanciais variações regionais nas taxas das hipotecas.2020 Quando a economia

mergulhou no abismo da crise, os nervosos emprestadores simplesmente se recusaram a renovar a hipoteca. Em 1932 e 1933, houve meio milhão de execuções de hipotecas. Em meados de 1933, mais de um milhão de hipotecas eram executadas diariamente. Os preços das casas despencaram mais de um quinto do seu valor.[21] A indústria da construção civil entrou em colapso, revelando (como em todas as futuras recessões do século XX) a extensão de como a ampla economia americana confiava no investimento residencial como uma máquina de crescimento.[22] Embora o efeito da Grande Depressão talvez tenha sido mais devastador no campo, onde os preços das terras caíram à metade do seu pico em 1920, a situação das cidades da América era pouco melhor. Os inquilinos também lutavam para pagar seus aluguéis, quando tudo que recebiam era um quinhão miserável. Em Detroit, por exemplo, a indústria automobilista empregava apenas a metade do número de trabalhadores que tinha em 1929, e com salários pela metade. Os efeitos da Depressão dificilmente seriam imagináveis atualmente: a miséria abjeta do desemprego ubíquo, a desolação da distribuição das sopas, a desesperada busca nômade por um trabalho que não existia. Em 1932, os esbulhados da Depressão já tinham sofrido mais do que mereciam.

No dia 7 de março de 1932, cinco mil trabalhadores desempregados, demitidos pela Ford Motor Company, marcharam através do centro de Detroit para exigir lenitivos. Quando a multidão desarmada chegou ao Portão 4 da fábrica River Rouge da companhia, em Dearborn, ocorreram tumultos. Repentinamente, os portões da fábrica se abriram e um grupo de homens da segurança e de policiais armados correu para fora e atirou na multidão. Cinco trabalhadores morreram. Dias mais tarde, 60.000 pessoas cantaram o hino *A Internacional* no seu funeral. O jornal do Partido Comunista acusou Edsel Ford, filho do fundador da companhia, Henry, de permitir o massacre: "Você, um patrono das artes, um pilar da Igreja Episcopal, permaneceu na ponte da fábrica Rouge e viu os trabalhadores serem mortos. Você não levantou uma mão para impedir". Alguma coisa poderia ser feita para diminuir a possibilidade do que estava começando a parecer como uma situação revolucionária?

Num gesto extraordinário de reconciliação, Edsel Ford apelou para o artista mexicano Diego Rivera, que tinha sido convidado pelo Detroit Institute of Arts para pintar um mural que mostraria a economia de Detroit como um lugar de conciliação, e não de conflito de classes. O lugar escolhido para a obra tinha sido o imponente Garden Court Institute, um espaço que encantara tanto Rivera, que ele propôs pintar não apenas dois dos seus painéis, como tinha sido sugerido originalmente, mas todos os 27. Ford, impressionado pelos desenhos preliminares de Rivera, concordou em patrocinar todo o trabalho, a um custo de cerca de US$ 25.000. O trabalho começou em maio de 1932, apenas dois meses depois dos conflitos na fábrica River Rouge, e foi terminado por Rivera em março de 1933. Como Ford bem sabia, Rivera era um comunista (embora um trotskista não ortodoxo, que tinha sido expulso do partido no México).[23] Seu ideal era o de uma sociedade na qual não haveria propriedade privada, na qual os meios da produção seriam possuídos por todos em comum. Aos olhos de Rivera, a fábrica River Rouge era o oposto: uma sociedade capitalista onde os operários

trabalhavam, e os donos da propriedade, que ceifavam as recompensas dos seus esforços, apenas observavam. Rivera também procurou explorar as divisões raciais que eram uma característica notável de Detroit, e tratou antropomorficamente os elementos necessários à produção do aço. Ele mesmo explicou a alegoria:

> A raça amarela representa a areia, porque é a mais numerosa. E a raça vermelha, a primeira neste país, é como minério de ferro, a primeira coisa necessária para o aço. A raça negra é como o carvão, porque tem um grande senso estético nativo, uma chama verdadeira do sentimento e da beleza em sua antiga escultura, seu ritmo e sua música nativa. Assim, seu senso estético é como o fogo, e sua labuta dura forneceu a dureza que o carbono no carvão dá ao aço. A raça branca é como o cal, não apenas porque é branco, mas porque o cal é o agente que organiza a fabricação do aço. Ele une os outros elementos, e então você vê a raça branca como o grande organizador do mundo.

Marcha da fome, em Detroit, março de 1932

Polícia usa gás lacrimogêneo nos participantes da marcha da fome

Protesto que aconteceu depois da morte de cinco participantes da marcha da fome

Quando os murais foram descobertos em 1933, os dignitários da cidade ficaram estarrecidos. Nas palavras do dr. George H. Derry, presidente do Marygrove College:

> O *señor* Rivera enganou seu empregador capitalista, Edsel Ford. Rivera estava empenhado em interpretar Detroit; ele impingiu um Manifesto Comunista no sr. Ford e no museu. O painel-chave, que prende o olho quando se entra na sala, trai o motivo comunista que o anima, e apenas ele já explica o conjunto inteiro. As mulheres de Detroit se sentirão lisonjeadas quando compreenderem que foram personificadas na fêmea com o rosto duro, masculino, assexuado, olhando extaticamente para a esperança e ajuda através do painel para a langorosa e excessivamente sensual irmã asiática à direita?[24]

Um conselheiro da cidade argumentou que cobri-los de branco era bom demais para os painéis, porque a cobertura poderia ser removida no futuro. Ele queria que a obra de Rivera fosse completamente arrancada como "uma paródia sobre o espírito de Detroit". Isso foi mais ou menos o que aconteceu à nova encomenda de Rivera – decorar as paredes do Rockefeller Center na 5a Avenida, em Nova York, para o dr. John D. Rockefeller Jr. – depois que o artista insistiu em incluir um retrato de Lênin e também *slogans* comunistas como "Pelo fim das guerras imperialistas!", "Trabalhadores, uni-vos!" e, mais chocante de todos: "Libertem o dinheiro!". Esses cartazes seriam carregados por manifestantes, que marchariam do Rockefeller para a própria Wall Street. Um escandalizado Rockefeller ordenou que o mural fosse destruído.

O poder das artes é uma coisa maravilhosa. Mas claramente algo mais poderoso do que a arte seria necessário para unir uma sociedade que tinha sido dividida em dois pela Grande Depressão. Muitos outros países viraram para o extremo totalitarismo. Mas, nos Estados Unidos, a resposta foi o New Deal. A primeira administração de Franklin Delano Roosevelt assistiu a uma proliferação de novas agências do governo federal e iniciativas cuja intenção era reinjetar confiança na prostrada economia americana. Na torrente de acrônimos que o New Deal produziu, é fácil perder o fato de que seu componente mais bem-sucedido e duradouro era o trato novo, o novo acordo que oferecia a respeito dos imóveis. Ao aumentar radicalmente a oportunidade para os americanos de possuírem seus próprios lares, a administração Roosevelt foi a pioneira da ideia de uma democracia da posse de imóveis. E provou ser o antídoto perfeito para uma revolução comunista.

Num nível, o New Deal foi uma tentativa do governo para ocupar um espaço, quando o mercado fracassou. Alguns dos técnicos do New Deal favoreciam o aumento da provisão de casas populares, um modelo que tinha sido adotado pela maioria dos países europeus. De fato, a Public Works Administration [Administração das Obras Públicas] gastou quase 15% do seu orçamento em casas de baixo custo e no fim dos bairros miseráveis. Mas muito mais importante foi o salva-vidas da administração Roosevelt para o mercado de hipotecas que afundava rapidamente. Uma nova Home Owners' Loan Corporation [Corporação de Empréstimo de Donos de Casas], surgiu para refinanciar as hipotecas em termos mais longos, de até quinze anos. Um Federal Home Loan Bank Board [Conselho do Banco Federal de

Empréstimos para Casas] já tinha sido instituído em 1932, para encorajar e supervisionar os emprestadores das hipotecas locais, conhecidos como Savings and Loans [Poupanças e Empréstimos], associações mútuas como as sociedades construtoras britânicas, que recebiam depósitos e os emprestavam para compradores de imóveis. Para garantir os depositantes, que estavam traumatizados pelas falências bancárias dos três anos anteriores, Roosevelt introduziu o seguro federal dos depósitos. A ideia era que colocar dinheiro nas hipotecas seria mais seguro do que as casas, porque, se os devedores não pagassem seus empréstimos, o governo simplesmente compensaria os poupadores.[25] Na teoria, jamais haveria uma corrida aos Savings and Loans, como a que acontecera com o Bailey Building & Loan, de propriedade familiar, que George Bailey (interpretado por James Stewart) lutava para manter funcionando no clássico de Frank Capra de 1946, *A felicidade não se compra*. "Você sabe, George", seu pai lhe diz, "eu acho que, de uma maneira pequena, nós estamos fazendo algo importante. Satisfazendo um anseio fundamental. Está no fundo da raça que um homem quer seu próprio telhado, e paredes e lareira, e nós o estamos ajudando a conseguir essas coisas, no nosso pequeno escritório surrado." George entende a mensagem, como explica apaixonadamente a Potter, o vilão dono dos bairros miseráveis, depois da morte do seu pai:

> [Meu pai] nem uma vez pensou em si mesmo... Mas ele ajudou umas poucas pessoas a saírem dos seus bairros miseráveis, sr. Potter. E o que tem de errado nisso? Isso não os torna melhores cidadãos? Não os transforma em melhores fregueses?... O senhor disse... que eles têm que esperar e poupar seu dinheiro, antes que possam sequer pensar em comprar um lar decente. Esperar! Esperar para quê? Até seus filhos crescerem e saírem de casa? Até que eles estejam tão velhos e alquebrados que... O senhor sabe quanto tempo demora para um trabalhador poupar cinco mil dólares? Apenas lembre-se disso, sr. Potter, que essa multidão sobre quem o senhor está falando... eles fazem a maior parte do trabalho e dos pagamentos, e vivem e morrem nesta comunidade. Bem, é demais fazê-los trabalhar e pagar e viver e morrer em uns poucos aposentos decentes e um banheiro?

Essa afirmação radical da virtude da posse de uma casa era nova. Mas foi a Federal Housing Administration [Administração Federal da Habitação], a FHA, que realmente fez a diferença para os americanos que queriam comprar suas casas. Ao oferecer um seguro garantido pelo governo federal para os emprestadores das hipotecas, a FHA buscou encorajar grandes empréstimos (até 80% do preço de compra), longos (vinte anos), completamente amortizados e com juros baixos. Isso fez mais do que meramente reviver o mercado de hipotecas, isso o reinventou. Ao padronizar a hipoteca de longo prazo, e criar um sistema nacional de inspeção e avaliação oficial, a FHA lançou as bases para um mercado secundário nacional. Esse mercado surgiu em 1938, quando uma nova Federal National Mortgage Association – apelidada de Fannie Mae – foi autorizada a emitir títulos e a usar a renda para comprar as hipotecas dos Savings and Loans locais; esses ficaram então restritos, por uma regulamentação, tanto geograficamente (eles não podiam emprestar para interessados a mais de 80 quilômetros dos seus escritórios), quanto em relação às taxas que podiam oferecer aos seus depositantes (o chamado Regulation Q [Regulamento Q], que impôs um teto baixo). Como essas mudanças tendiam a reduzir o pagamento mensal médio sobre uma hipoteca, a FHA

tornou a posse do lar viável para muito mais americanos do que nunca anteriormente. De fato, não é muito dizer que o país moderno, os Estados Unidos da América, com seus subúrbios sedutoramente parecidos, nasceu ali.

A felicidade não se compra: A celebração de Frank Capra das virtudes de um *thrift* local, ou Savings and Loan, com Jimmy Stewart como o adorável homem que concedia financiamento para hipotecas

Dos anos 1930 em diante, então, o governo americano passou a assegurar o mercado hipotecário, encorajando a união dos emprestadores e dos tomadores de empréstimos. Isso – e a dívida da hipoteca – foi o que levou a propriedade imóvel a disparar depois da II Guerra Mundial, aumentando de 40% para 60% o índice de propriedade do lar, por volta de 1960. Havia apenas uma armadilha. Nem todos na sociedade americana estavam habilitados a entrar na festa da posse imobiliária.

Em 1941, um empresário do mercado imobiliário construiu um muro de 1,80 m bem no meio do distrito 8 Mile de Detroit. Ele teve que construí-lo para poder se qualificar para receber empréstimos subsidiados da FHA. Os empréstimos seriam concedidos para a construção somente do lado do muro onde os residentes fossem, na maioria, brancos. Na parte predominantemente negra da cidade, não haveria empréstimos federais, porque os afro-americanos eram considerados indignos de crédito.[26] Foi parte de um sistema que dividiu a cidade inteira, em teoria pela classificação do crédito, na prática, pela cor. Segregação, em

outras palavras, não acidental, mas uma consequência direta da política do governo. Os mapas do Federal Home Loan Bank Board mostravam as áreas predominantemente negras de Detroit – o Lower East Side, e algumas outras chamadas de colônias no West Side e em 8 Mile – marcadas por um D e coloridas de vermelho. As áreas marcadas A, B e C eram majoritariamente brancas. A distinção explica por que a prática de dar uma classificação negativa de crédito a áreas inteiras se tornou conhecida como *red-lining* [conteúdo vermelho].[27] Como resultado, quando as pessoas das áreas D queriam fazer hipotecas, tinham de pagar juros significativamente mais elevados do que as pessoas das áreas A, B e C. Nos anos 1950, um em cada cinco negros tomadores de empréstimo para hipoteca pagava 8% ou mais por ano, enquanto quase nenhum branco pagava mais de 7%.[28] Essa foi a dimensão financeira oculta da luta dos direitos civis.

Detroit foi lar de empresários negros de sucesso como Berry Gordy, o fundador da gravadora Motown, que apropriadamente o bastante teve seu primeiro *hit* em 1960, com a canção de Barrett Strong, "Money, That's What I Want" [Dinheiro, é o que eu quero]. Outras estrelas da Motown, como Aretha Franklin e Marvin Gaye ainda moravam na cidade. Mas, durante os anos 1960, persistiu o preconceito de que os negros eram um mau risco de crédito. A raiva contra essa discriminação econômica estava por trás dos distúrbios que eclodiram na 12th Street em Detroit, no dia 23 de julho de 1967. Em cinco dias de ação violenta, depois que a polícia invadiu um "porco cego" (um bar sem licença de funcionamento); 43 pessoas foram mortas, 467 ficaram feridas, mais de 7.200 foram presas e quase 3.000 prédios foram saqueados ou queimados – um símbolo potente da rejeição negra a uma democracia de posse imobiliária que ainda os tratava como cidadãos de segunda classe.[29] Mesmo hoje, ainda se podem ver os terrenos vazios que os tumultos deixaram no seu rastro. Foi preciso a presença de tropas regulares do exército com tanques e metralhadoras para subjugar o que foi reconhecido oficialmente como uma insurreição.

Como nos anos 1930, o desafio da violência provocou uma resposta política. No rastro da legislação de direitos civis nos anos 1960, novos passos foram dados para ampliar o acesso à propriedade imobiliária. Em 1968, a Fannie Mae foi dividida em duas: a Government National Mortgage Association [Associação Nacional da Hipoteca do Governo], apelidada de Ginnie Mae, que se concentraria nos empréstimos para os mais pobres, como veteranos militares, e uma reestruturada Fannie Mae, agora um empreendimento privado, mas patrocinado pelo governo (*govern sponsored enterprise* – GSE), que poderia comprar hipotecas convencionais e as outras garantidas pelo governo. Dois anos mais tarde, para oferecer alguma competição no mercado secundário, foi criada a Federal Home Loan Mortgage Corporation, apelidada de Freddie Mac. O efeito foi mais uma vez ampliar o mercado secundário para hipotecas e, em teoria pelo menos, diminuir as taxas de juro das hipotecas. É desnecessário dizer que o *red-lining*, na base da discriminação racial, não cessou da noite para o dia mas se tornou um delito federal.[30] De fato, com o Community Reinvestment Act [Lei de Reinvestimento Comunitário], de 1977, os bancos americanos ficaram sob a

pressão estatutária para emprestar dinheiro para as comunidades de minorias mais pobres. Com o mercado imobiliário então garantido pelo que soava como uma versão financeira dos Mamas & Papas – Fannie, Ginnie e Freddie –, os ventos políticos foram se tornando favoráveis para a democracia da posse imobiliária. Aqueles que administravam os Savings and Loans podiam viver pela confortável regra 3-6-3: pague 3% nos depósitos, empreste dinheiro a 6% e esteja no campo de golfe às 3 horas de todas as tardes.

O índice da posse imobiliária deslanchou mais lentamente com a representação do povo do outro lado do Atlântico. Na Grã-Bretanha do pós-guerra, a crença entre os conservadores e também entre os trabalhistas era que o Estado deveria prover, ou pelo menos subsidiar, a habitação para as classes trabalhadoras. De fato, Harold Macmillan pensou em construir mais durante o governo trabalhista, com uma meta de 300.000 novas casas (depois 400.000) por ano. Entre 1959 e 1964, aproximadamente um terço das novas casas na Grã-Bretanha foi construído por conselhos locais, subindo para a metade nos seis anos subsequentes de domínio do partido. A culpa da habitação popular e dos blocos de torres, feios e socialmente disfuncionais, que hoje podem ser encontrados na maioria das cidades britânicas, pode ser atribuída a ambos os partidos. A única diferença verdadeira entre a direita e a esquerda foi a presteza dos conservadores para desregular o mercado privado de aluguéis, na esperança de encorajar os donos das terras privadas, e a igual e oposta decisão dos trabalhistas de impor novamente o controle dos aluguéis e eliminar o "rachmanismo" (comportamento explorador dos proprietários), exemplificado por Peter Rachman, que usava a intimidação para despejar os locatários das propriedades com aluguéis controlados, substituindo-os por imigrantes das Índias Ocidentais, ou Antilhas, que tinham de pagar preços de mercado.[31] Ainda em 1971, menos da metade dos lares britânicos era ocupada pelos seus donos.

Nos Estados Unidos, onde as casas populares financiadas pelo governo nunca foram tão importantes, os pagamentos dos juros das hipotecas eram quase integralmente dedutíveis do imposto de renda, desde o início da lei federal do imposto de renda de 1913.[32] Como Ronald Reagan disse, quando a racionalidade desse desconto foi desafiado, a compensação dos juros da hipoteca fazia "parte do sonho americano".[****] Um desconto desse tipo teve um papel bem menor na Grã-Bretanha até 1983, quando um governo mais radicalmente conservador, liderado por Margaret Thatcher, introduziu o Mortgage Interest Relief At Source [Compensação dos Juros da Hipoteca na Fonte] (MIRAS) para as primeiras 30.000 libras de uma hipoteca habilitada. Quando seu ministro das Finanças, Nigel Lawson, pensou em limitar a dedução, para que os empréstimos múltiplos de uma mesma pessoa não pudessem se aproveitar da dedução para uma única propriedade, não demorou muito para ele "bater de frente contra a parede de tijolos da devoção apaixonada de Margaret pela preservação de cada onça da compensação dos juros das hipotecas".[33] Nem a MIRAS foi a única maneira que Thatcher achou para encorajar a propriedade imobiliária. Ao vender as casas dos conselhos locais a

preços baixos para um milhão e meio de famílias da classe trabalhadora, ela assegurou que mais e mais britânicos, homens e mulheres, tivessem um lar de sua propriedade. O resultado foi um salto na porção de donos residentes de 54%, em 1981, para 67% dez anos depois. O estoque de propriedades de donos residentes disparou de apenas 11 milhões, em 1980, para mais de 17 milhões atualmente.[34]

Até os anos 1980, os incentivos do governo para fazer empréstimos e comprar uma casa deram um bocado de sentido para as famílias comuns. De fato, a tendência dos índices da inflação subirem mais do que as taxas de juros, no final dos anos 1960 e durante os anos 1970, deu aos devedores um enorme alívio, já que o valor real das suas dívidas e dos pagamentos dos juros declinou. Enquanto os compradores imobiliários nos Estados Unidos, em meados dos anos 1970, anteciparam um índice de inflação de pelo menos 12% em 1980, os emprestadores para as hipotecas estavam oferecendo empréstimos de trinta anos com taxas fixas de 9% ou menos.[35] Durante algum tempo, os emprestadores estavam, efetivamente, pagando às pessoas para tomarem seu dinheiro emprestado. Enquanto isso, os preços das propriedades aproximadamente triplicaram entre 1963 e 1979, enquanto os preços ao consumidor aumentaram por um fator de apenas 2,5. Mas havia um ferrão nesse rabo. Os mesmos governos que juraram por sua fé na "democracia da posse imobiliária", também acabaram por acreditar na estabilidade dos preços ou pelo menos na inflação mais baixa. Atingir essa inflação significava taxas mais altas de juros. A consequência involuntária foi um dos *booms* e uma das quebras mais espetaculares na história do mercado imobiliário.

Do S&L para o Subprime

Dirija ao longo da estrada Interestadual 30, a partir de Dallas, no Texas, e não poderá deixar de notar quilômetro após quilômetro de casas e de condomínios inacabados. Sua existência é um dos últimos traços visíveis de um dos maiores escândalos financeiros da história americana, um golpe que ridicularizou toda a ideia da propriedade como um investimento seguro. O que se segue é uma história não tanto sobre o mercado imobiliário, mas sobre uma situação surrealista.

As associações de Savings and Loans – S&L, a versão americana das sociedades construtoras britânicas – foram a base sobre a qual a democracia dos proprietários imobiliários se instalou. Possuídas mutuamente por seus depositantes, elas eram simultaneamente protegidas e refreadas por uma estrutura de regulamentação governamental.[36] Depósitos acima de US$ 40.000 eram assegurados pelo governo por um prêmio de apenas 1/12% do total dos depósitos. Por outro lado, elas podiam emprestar apenas para compradores de casas num raio de 80 quilômetros de sua sede. E, a partir de 1966, sob a Regulation Q, havia um teto de 5,5% sobre as taxas dos depósitos, um quarto de porcentagem maior do que os bancos tinham permissão para pagar. No final dos anos 1970, esse setor apático foi atingido primeiro por uma inflação de dois dígitos – que chegou a 13,3% em 1979

– e depois pelo aumento agudo das taxas de juros, quando o novo presidente do Federal Reserve, Paul Vockler, decidiu quebrar a espiral de preços e salários com a diminuição do crescimento monetário. Esse ataque duplo foi letal. Os S&Ls estavam perdendo dinheiro simultaneamente nas hipotecas de juros fixos a longo prazo, por causa da inflação, e perdendo pesadamente os depósitos para os fundos de investimento do mercado financeiro que pagavam juros maiores. A reação em Washington, tanto da administração Carter quanto da administração Reagan, foi tentar salvar o setor inteiro com isenções de impostos e uma desregulamentação,***** na crença de que as forças do mercado resolveriam o problema.[37] Quando a nova lei foi aprovada, o presidente Reagan declarou: "Tudo considerado, nós acertamos no bilhete premiado".[38] Algumas pessoas certamente o fizeram.

Por um lado, as S&Ls podiam, então, investir no que bem lhes aprouvesse, não apenas hipotecas de longo prazo. Propriedades comerciais, ações, *junk bonds* – títulos emitidos por empresas de alto risco: era permitido investir em qualquer coisa. Elas podiam até mesmo emitir cartões de crédito. Por outro lado, dali em diante elas poderiam pagar quaisquer taxas de juros que quisessem aos seus depositantes. Ainda assim, todos os depósitos continuavam efetivamente garantidos e assegurados, mesmo com o aumento da soma máxima de US$ 40.000 para US$ 100.000. E, se os depósitos comuns não bastassem, as S&Ls podiam levantar dinheiro na forma de depósitos de corretagem, através de intermediários, que empacotavam e vendiam certificados de depósito "jumbo" de US$ 100.000.[39] De repente, as pessoas que administravam as S&Ls não tinham nada a perder – um caso claro do que os economistas chamam de casualidade, ou melhor, risco moral.[40] O que aconteceu depois ilustra perfeitamente o grande preceito financeiro enunciado pela primeira vez por William Crawford, o comissário do Departamento de Savings and Loans da Califórnia: "A melhor maneira de roubar um banco é possuir um".[41] Algumas associações de S&Ls apostaram o dinheiro dos seus depositantes em projetos altamente duvidosos. Muitas simplesmente o roubaram, como se a desregulamentação significasse que a lei não mais se aplicava a elas. Em nenhum outro lugar essas práticas foram mais correntes e abundantes do que no Texas.

Quando não estavam fazendo baderna nos seus ranchos de estilo Southfork, os *cowboys* das propriedades de Dallas gostavam de fechar seus negócios no Wise Circle Grill.[42] Os frequentadores habituais do *brunch* dos domingos incluíam Don Dixon, cuja Vernon S&L foi apelidada de Vermin pelos agentes financeiros reguladores,[43] Ed McBirney do Sunbelt ("Gunbelt") e Tyrell Barker, dono e CEO do State Savings and Loans, que gostava de dizer aos empreendedores imobiliários: "Vocês trazem a poeira, eu trago o dinheiro".[44] Um indivíduo que levou poeira e dinheiro foi Mario Renda, um corretor de Nova York para o Sindicato dos Caminhoneiros, que sabidamente usava as S&Ls para lavar o dinheiro da Máfia. Quando precisava de mais dinheiro, ele até anunciava no *New York Times*:

DINHEIRO PARA ALUGAR:
OBSTÁCULOS DE EMPRÉSTIMOS NEUTRALIZADOS POR NOS DEIXAR

DEPOSITAR RECURSOS EM SEU BANCO LOCAL:
NOVA ABORDAGEM TORNIQUETE PARA FINANCIAMENTOS.[45]

Se você quer construir um império imobiliário, por que não dizer logo? Para um grupo de empreendedores de Dallas, foi a Empire Savings and Loans que ofereceu a oportunidade perfeita para que eles fizessem uma fortuna do ar rarefeito – ou melhor, da terra plana texana. O surrealismo começou quando o presidente da Empire, Spencer H. Blain Jr., se juntou a James Toler, o prefeito da cidade de Garland, e a um ex-estudante bombástico que não terminou o curso secundário, chamado Danny Faulkner, cuja especialidade era uma extravagante generosidade com o dinheiro dos outros. O dinheiro em questão veio na forma de depósitos intermediados por corretores, sobre os quais a Empire pagaria tentadoras taxas de juros. O Faulkner's Point, localizado perto de um descampado lago artificial conhecido como Lake Ray Hubbard, a cerca de 32 quilômetros a leste de Dallas, foi a primeira posição avançada de um império que mais tarde incluiria o Faulkner Circle, o Faulkner Creek, o Faulkner Oaks – e até mesmo um Faulkner Fountains. O truque favorito de Faulkner era "o piparote", pelo qual ele adquiria um terreno por uma ninharia e depois o vendia a preços altamente inflados para investidores, que tomavam empréstimos da Empire Savings and Loans. Um terreno foi comprado por Faulkner por US$ 3 milhões e vendido poucos dias depois por US$ 47 milhões. Danny Faulkner afirmava que era iletrado. Mas certamente sabia ler números.

Em 1984, o desenvolvimento na área de Dallas estava fora de controle. Havia novos condomínios sendo construídos ao longo de quilômetros da Interestadual 30. A silhueta da cidade contra o céu tinha sido transformada com o que os locais chamaram de prédios de escritórios "transparentes" – transparentes porque a maioria ainda estava vazia. As construções apenas continuaram, pagas por depósitos assegurados do governo federal que estavam, efetivamente, indo direto para os bolsos dos empresários. Pelo menos no papel, os ativos da Empire cresceram de US$ 12 milhões para US$ 257 milhões em apenas dois anos. Em janeiro de 1984, os ativos tinham somado US$ 309 milhões. Muitos investidores jamais tiveram sequer a chance de ver suas propriedades de perto: Faulkner simplesmente os levava de helicóptero para vê-las, sem pousar, naturalmente. Todos estavam ganhando dinheiro: Faulkner com seu Learjet de US$ 4 milhões, Toler com seu Rolls-Royce branco, Blain com seu Rolex de US$ 4.000 – para não mencionar os avalistas das propriedades, os corretores, as estrelas dos esportes que investiram e os agentes reguladores do governo. Havia braceletes de ouro para os homens e casacos de pele para as suas mulheres.[46] Como um dos envolvidos reconheceu: "Era como uma máquina de fazer dinheiro, e tudo era engrenado para o que Danny precisava. Se Danny precisava de um jato novo, nós vendíamos um terreno. Se Danny queria comprar uma nova fazenda, nós vendíamos outro. Danny gerenciou a coisa toda para Danny, do primeiro até o último detalhe".[47] A linha entre a parcimônia e o roubo é supostamente larga. Faulkner & Co. a reduziu à largura de um fio de cabelo.

O mestre e senhor do "piparote" do mercado imobiliário: Danny Faulkner, com o seu helicóptero

O problema foi que a demanda pelos condomínios na Interestadual 38 jamais teria podido manter o ritmo da vasta oferta que estava sendo construída por Faulkner, Toler, Blain e seus companheiros. No começo dos anos 1980, os corretores imobiliários brincavam que a diferença entre uma doença venérea e aqueles condomínios era que você podia de livrar da doença. Além disso, a desproporção entre os ativos e os riscos da maioria das S&Ls se tornara desastrosa, naquela altura, com mais empréstimos de longo prazo sendo feitos para *insiders* usando dinheiro emprestado a curto prazo por incautos *outsiders*. Quando os agentes financeiros reguladores quiseram agir, com muito atraso, em 1984, essas realidades não mais podiam ser ignoradas. No dia 14 de março, Edwin J. Gray, então presidente do Federal Home Loan Board, ordenou o fechamento da Empire. O custo para a Federal Savings and Loan Insurance Corporation (FSLIC), que supostamente garantia os depósitos das S&Ls, foi de 300 milhões de dólares. Mas isso foi apenas o começo. Quando outras empresas entraram no radar do escrutínio oficial, os legisladores hesitaram, particularmente aqueles que tinham recebido contribuições generosas das S&Ls para as suas campanhas políticas.[******] Mas, quanto mais eles esperaram, mais dinheiro foi torrado no esquema. Em 1986, ficou claro que a própria FSLIC estava insolvente.

Em 1991, depois de dois julgamentos (o primeiro dos quais terminou com um júri impedido de chegar a uma decisão unânime), Faulkner, Blain, e Toler foram considerados

culpados de extorsão e saque civil de US$ 165 milhões da Empire e de outras S&Ls através de negócios fraudulentos de compra e venda de terrenos. Cada um deles foi condenado a vinte anos de prisão e ao pagamento de milhões de dólares em restituição da fraude. Um investigador chamou a Empire de "um dos esquemas de investimento imobiliário mais irresponsável e fraudulento" que ele jamais havia visto.[48] O mesmo se poderia dizer sobre a crise das associações de Savings and Loans, como um todo; Edwin Gray a chamou de "a mais disseminada, irresponsável e fraudulenta época na história bancária desta nação". No final, quase quinhentas S&Ls faliram, ou foram forçadas a fechar; aproximadamente o mesmo número foi adquirido e desapareceu de cena, sob os auspícios da Resolution Trust Corporation, instituída pelo Congresso para limpar a confusão. De acordo com uma estimativa oficial, quase a metade das instituições insolventes tivera "fraude e conduta potencialmente criminosa cometida por *insiders*". Em maio de 1991, 764 pessoas tinham sido acusadas de uma variedade de delitos, das quais 550 foram declaradas culpadas e 326 condenadas à prisão. E a justiça impôs multas de US$ 8 milhões.[49] O custo final da crise das S&Ls entre 1986 e 1995 foi de US$ 153 bilhões (cerca de 3% do PIB), dos quais os contribuintes tiveram que pagar US$ 124 bilhões, fazendo dela a crise financeira mais cara desde a Grande Depressão.[50] Espalhados por todo o Texas estão os remanescentes arqueológicos do desastre: propriedades imobiliárias abandonadas, construídas com material barato e ordinário com dinheiro roubado, e subsequentemente destruídas por tratores ou queimadas. Vinte e quatro anos depois, uma grande parte do corredor da Interestadual 30 ainda é apenas outra terra texana devastada.

Para os contribuintes americanos, o desastre das associações Savings and Loans foi uma lição imensamente cara sobre os perigos da desregulamentação mal formulada. Mas mesmo quando as S&Ls estavam indo para o espaço, elas ofereceram a outro grupo muito diferente de americanos uma pista rápida para mais uma dinheirama fácil. Para os corretores de títulos do Salomon Brothers, o banco de investimento de Nova York, a destruição do sistema de hipotecas do New Deal não foi uma crise, mas uma oportunidade maravilhosa. Tão sedentos por lucros quanto sua linguagem era profana, os pretensos "Big Swinging Dicks" [Grandes Pênis Gigantes] do Salomon discerniram um caminho para explorar as taxas dos juros turbilhonados do começo dos anos 1980. Foi o chefe negociador de hipotecas do Salomon, Lewis Ranieri, que entrou na roda quando as desesperadas S&Ls começaram a vender suas hipotecas, numa aposta inútil para se manter solventes. Desnecessário dizer, "Lou" as comprou a preço de fim de feira, no osso. Com sua ampla barriga, suas camisas baratas e suas piadas do Brooklin, Ranieri (que começou a trabalhar para o Salomon no setor que distribuía a correspondência), personificava a nova Wall Street, a antítese dos preparados e estudados banqueiros de investimentos nos seus ternos e suspensórios do Brooks Brothers. A ideia foi reinventar as hipotecas, juntando-as aos milhares, como garantia para novos e atraentes investimentos em ações, para que pudessem ser vendidas como alternativas aos tradicionais

títulos corporativos e governamentais – em resumo, converter as hipotecas em títulos. Uma vez assim agrupadas, os pagamentos dos juros devidos sobre as hipotecas poderiam ser subdivididos em "faixas", com diferentes datas de vencimento e riscos de crédito. A primeira emissão desse novo tipo de hipoteca com garantia, também chamada de obrigação hipotecária colateralizada, ocorreu em junho de 1983.[51] E essa emissão marcou a aurora de uma nova era nas finanças americanas.

O processo era chamado securitização, e foi uma inovação que transformou fundamentalmente Wall Street, soprando a poeira do mercado de títulos previamente adormecido, e anunciando uma nova era na qual as transações anônimas contariam mais do que as relações pessoais. Mais uma vez, entretanto, foi o governo federal que ficou responsável por pagar a conta, no caso de uma crise. Para a maioria das hipotecas, continuar a usufruir de uma garantia implícita do trio patrocinado pelo governo, Fannie, Freddie, ou Ginnie, significava que os títulos que usavam essas hipotecas como colaterais podiam ser apresentados como títulos virtualmente governamentais e, por causa disso, com "grau de investimento". Entre 1980 e 2007, o volume desses títulos garantidos por hipotecas garantidas por GSE cresceu de US$ 200 milhões para US$ 4 trilhões. Com o advento das seguradoras de títulos privados, firmas como o Salomon podiam também se oferecer para securitizar os chamados empréstimos não harmonizados, não elegíveis por garantias GSE. Em 2007, fundos comuns privados de capital bastaram para securitizar US$ 2 trilhões da dívida de hipotecas residenciais.[52] Em 1980, apenas 10% do mercado de hipotecas residenciais tinha sido securitizado; em 2007, essa garantia tinha crescido para 56%.[*******]

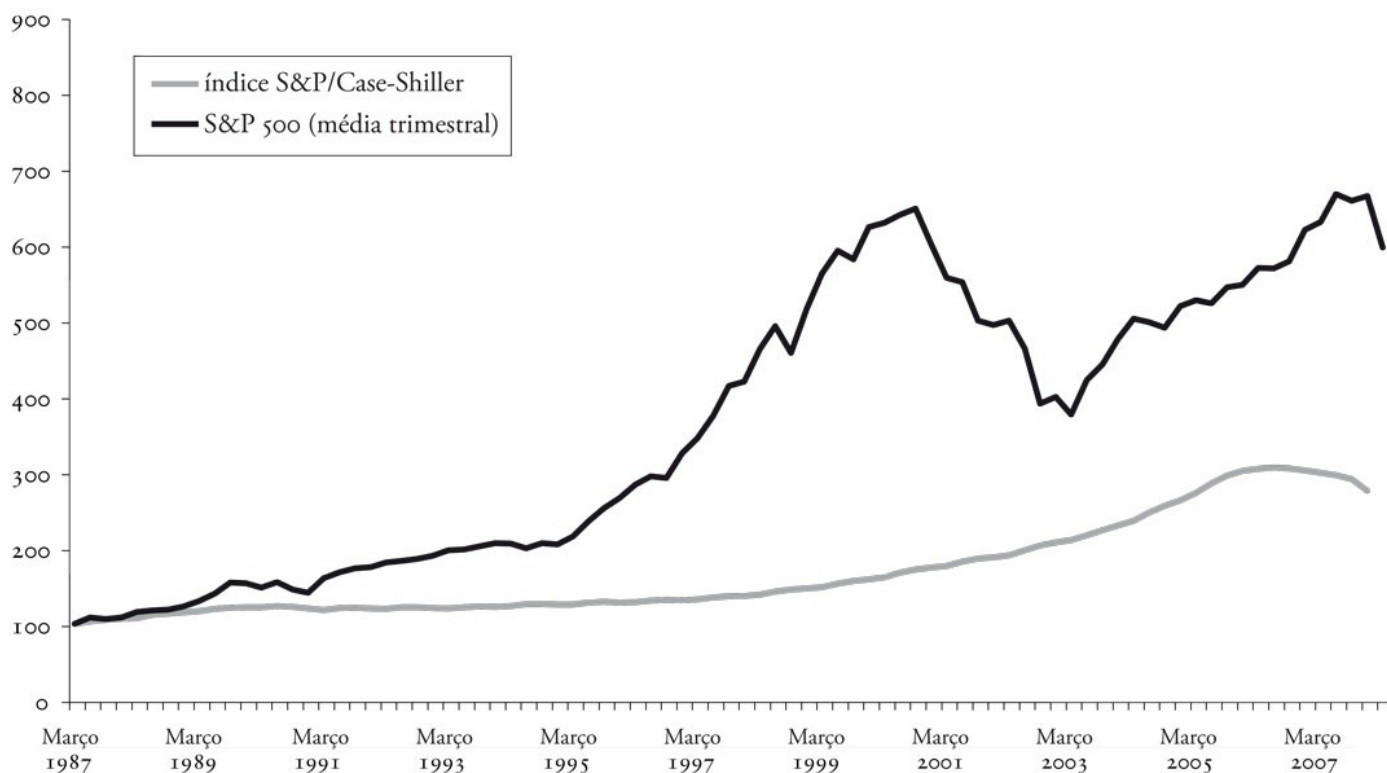
Não foram apenas as vaidades humanas que acabaram na fogueira que foi a Wall Street dos anos 1980. Também o foram os últimos vestígios do modelo de negócio descrito em *A felicidade não se compra*. Outrora havia laços sociais significativos entre os que emprestavam o dinheiro para as hipotecas e os que faziam os empréstimos. Jimmy Stewart conhecia tanto os depositantes quanto os devedores. Como contraste, num mercado securitizado, ninguém consegue ouvir você gritar – exatamente como no espaço – porque os juros que você paga sobre a sua hipoteca vão, em última análise, para alguém que não tem ideia de que você existe. Todas as implicações dessa transição para os proprietários de imóveis comuns só se tornariam aparente vinte anos depois.

No mundo de fala inglesa, temos a tendência de assumir que a propriedade é uma aposta de mão única. A maneira de ficar rico é investir no mercado imobiliário. Na verdade, você é um trouxa se investir em qualquer outra coisa. A coisa extraordinária sobre essa suposta verdade é o quão frequentemente a realidade cede lugar à mentira. Suponha que você investiu 100.000 no mercado imobiliário americano no primeiro trimestre de 1987. De acordo com o índice do Office of Federal Housing Enterprise Oversight [Escritório de Supervisão do Empreendimento da Habitação Federal], ou com o índice nacional dos preços imobiliários do Case-Shiller, você teria aproximadamente triplicado o seu dinheiro no primeiro trimestre de 2007, para algo

entre US$ 275.000 e US$ 299.000. Mas, se você tivesse investido a mesma soma de dinheiro no S&P 500 (o melhor indicador do índice da bolsa de valores dos EUA) e tivesse continuado a reinvestir os dividendos da renda naquele índice, você teria acabado provavelmente com US$ 772.000, mais do que o dobro do que se tivesse investido em tijolos e argamassa. No Reino Unido, o diferencial é semelhante. Se tivesse investido 100.000 libras numa propriedade em 1987, de acordo com o índice dos preços imobiliários da Nationwide, você teria mais do que quadruplicado seu dinheiro depois de vinte anos. Mas, se tivesse investido a mesma soma no índice FTSE All Share, você teria ficado quase sete vezes mais rico. Existe, naturalmente, uma importante diferença entre uma casa e um índice da bolsa de valores: você não pode viver dentro de um índice da bolsa de valores. (Por outro lado, os impostos locais sobre a propriedade geralmente incidem sobre o mercado imobiliário, e não sobre ativos financeiros.) Para uma comparação justa, o desconto deve, consequentemente, ser feito para o aluguel que você economiza por possuir sua própria casa (ou o aluguel que você pode cobrar e receber se possuir duas propriedades e deixou a outra de fora). Uma maneira simples de proceder é simplesmente eliminar os dividendos e os aluguéis, ambos. Nesse caso, a diferença é algo reduzida. Nas duas décadas subsequentes a 1987, o S&P 500, excluindo os dividendos, cresceu por um fator superior a 5, ainda ganhando confortavelmente do investimento imobiliário. O diferencial também fica mais estreito, mas ainda não eliminado, se você acrescentar a renda de aluguel do *portfolio* imobiliário, e incluir os dividendos sobre o *portfolio* de ações; os rendimentos do aluguel médio no período declinaram de cerca de 5% para apenas 3,5% no pico do *boom* do mercado imobiliário (em outras palavras, uma propriedade típica de US$ 100.000 resultaria num aluguel mensal médio de menos de US$ 416 dólares).[53] No caso britânico, como contraste, a capitalização da bolsa de valores cresceu menos lentamente do que nos Estados Unidos, enquanto os dividendos têm sido a fonte de renda mais importante para os investidores. Ao mesmo tempo, as restrições na oferta de imóveis novos (como as leis protegendo áreas do "cinturão verde") impulsionaram os aluguéis. Como consequência, omitir os dividendos e os aluguéis significa remover a vantagem das ações sobre a propriedade. Em termos de pura apreciação do capital entre 1987 e 2007, os tijolos e a argamassa (por um fator de 4,5) ultrapassaram as ações (por um fator de apenas 3,3). Apenas se voltarmos a roda da história para 1979 é que as ações britânicas batem os tijolos britânicos.[********]

Entretanto, existem três outras considerações para levar em conta, quando se tenta comparar a propriedade com outras formas de ativos. A primeira é a depreciação. As ações não se degradam ou exigem novos telhados; as casas, sim. A segunda é a liquidez. Como ativos, as casas são um bocado mais caras para converter em moeda do que as ações. A terceira é a volatilidade. Desde a II Guerra Mundial, os mercados imobiliários têm sido muito menos voláteis do que as bolsas de valores (não menos por causa dos custos das transações associadas ao mercado imobiliário). Ainda assim, não dá para dizer que os preços das casas nunca se desviaram de uma trilha ascendente constante. Na Grã-Bretanha, entre 1989 e 1995,

por exemplo, o preço médio das casas caiu 18%, ou mais de um terço (37%) em termos reais da inflação ajustada. Em Londres, o declínio real ficou mais próximo de 47%.[54] No Japão, entre 1990 e 2000, os preços das propriedades caíram mais de 60%. E, naturalmente, durante o tempo que estou escrevendo este livro, os preços imobiliários americanos – pela primeira vez numa geração – vêm caindo. E caindo. Do seu pico em julho de 2006, o índice "composto 20" da Case-Shiller para os preços de casas em vinte grandes cidades americanas declinara 15% até fevereiro de 2008. Naquele mês, a taxa anual de declínio atingiu 13%, um número não visto desde os anos 1930. Em algumas cidades – Phoenix, San Diego, Los Angeles e Miami –, o declínio total foi de um quinto, ou de um quarto do seu valor. Além disso, no momento em que escrevo (maio de 2008), uma maioria de especialistas ainda antecipou quedas adicionais.

Ações dos EUA versus mercado imobiliário, 1987-2007

Na Detroit afetada pela depressão econômica, o mercado imobiliário começou a declinar mais cedo, em dezembro de 2005, e já tinha arrastado os preços mais de 10% para baixo, quando eu visitei a cidade em julho de 2007. Fui a Detroit porque tive a impressão de que o que estava acontecendo na cidade teria a forma das coisas que aconteceriam nos Estados Unidos como um todo, e talvez em todo o mundo de fala inglesa. No espaço de dez anos, os preços das casas em Detroit – que provavelmente possui pior estoque imobiliário do que qualquer outra cidade americana, com exceção de Nova Orleans – haviam subido quase 50%; não muito, se comparado com a bolha no resto da nação (que viu a média dos preços subir 180%), mas ainda assim difícil de explicar, dado o estado econômico cronicamente

deprimido. Como descobri, a explicação reside nas mudanças fundamentais nas regras do jogo imobiliário, mudanças exemplificadas pela experiência da West Outer Drive, em Detroit, uma rua animada, mas de classe média respeitável, de tráfego intenso, com casas afastadas umas das outras, amplos gramados e garagens. Outrora o lar dos melhores da Motown, hoje é apenas outra rua num imenso país esparramado dentro de um país; a economia desenvolvida *dentro* dos Estados Unidos,[55] também conhecida como Subprimia.

Os empréstimos hipotecários "subprime" são destinados por corretores locais para famílias ou vizinhanças com histórias de crédito pobres ou desiguais. Exatamente como as hipotecas "jumbo" são muito grandes para se qualificarem para o selo da aprovação da Fannie Mae (e a implícita garantia governamental), as hipotecas *subprime* são muito arriscadas. Ainda assim, é o seu risco que as tornam potencialmente lucrativas para os que emprestam dinheiro. Essas não são as velhas hipotecas de trinta anos com juros fixos inventadas no New Deal. Pelo contrário, uma elevada proporção era de hipotecas com juros ajustáveis (ARMs) – em outras palavras, a taxa de juros poderia variar de acordo com as mudanças nos índices de empréstimos de curto prazo. Muitas eram também hipotecas apenas de juros, sem amortização (o pagamento do principal), mesmo quando o principal representava 100% do valor apreçado da propriedade hipotecada. E a maioria tinha períodos introdutórios de chamariz, pelos quais os pagamentos iniciais de juros – geralmente durante os primeiros dois anos – eram mantidos artificialmente baixos, respaldando o custo do empréstimo. Todos esses mecanismos pretendiam permitir uma redução imediata nos custos do serviço da dívida para o tomador do empréstimo. Mas as letrinhas mínimas dos contratos *subprime* subentendiam ganhos maiores e melhores para o emprestador. Um empréstimo *subprime* particularmente notório em Detroit carregava uma taxa de juros de 9,75% nos primeiros dois anos, e logo após, uma margem da porcentagem de 9,125 pontos sobre o índice de curto termo pelo qual os bancos emprestavam dinheiro uns aos outros: convencionalmente, o índice interbancário oferecido em Londres (Libor). Mesmo antes da explosão da crise do *subprime*, aquele índice já estava acima de 5%, subentendendo um imenso salto para cima no pagamento dos juros no terceiro ano do empréstimo.

O empréstimo *subprime* atingiu Detroit como uma avalanche de dinheiro do jogo Monopólio. A cidade foi bombardeada pelo rádio, pela televisão, por anúncios de mala-direta e exércitos de agentes e corretores, todos oferecendo o que soava como transações atraentes. Apenas em 2006, as hipotecas *subprime* injetaram mais de um bilhão de dólares em 22 códigos postais, os CEPs de Detroit. No CEP 48235, que incluía o bloco 5.100 da West Outer Drive, as hipotecas *subprime* somavam mais da metade de todos os empréstimos feitos entre 2002 e 2006. Sete das 26 famílias do quarteirão 5.100 fizeram empréstimos *subprime*.[56] Observe que somente uma minoria desses empréstimos era feito por compradores de primeira viagem. Quase todos estavam refinanciando suas transações hipotecárias, que permitia aos que faziam empréstimos tratar suas casas como máquinas de dinheiro, convertendo seu patrimônio líquido em papel-moeda. A maioria usou o dinheiro que apurou nessas transações para pagar

dívidas de cartões de crédito, reformar suas casas ou comprar novos bens duráveis.*********
Em outros lugares, entretanto, a combinação de taxas declinantes de juros a longo prazo e de transações hipotecárias ainda mais atraentes atraíram novos compradores para o mercado imobiliário. Em 2005, 69% de todas as famílias americanas possuíam as casas onde moravam, comparados com os 64% de dez anos antes. Cerca da metade desse aumento pode ser atribuída ao *boom* do empréstimo *subprime*. Significativamente, um número desproporcional de tomadores de empréstimos *subprime* pertencia a minorias étnicas. Na verdade, enquanto dirigia por Detroit, eu me vi matutando se o *subprime* era, de fato, um novo eufemismo financeiro para negro. Essa não foi uma suposição infundada. De acordo com um estudo da Massachusetts Affordable Housing Alliance, 55% dos tomadores de empréstimos, negros e latinos da área metropolitana de Boston, que obtiveram empréstimos para lares de pais e mães solteiras em 2005, tinham recebido hipotecas *subprime*, comparados com apenas 13% de tomadores brancos. Mais de três quartos desses negros e latinos devedores da Washington Mutual foram classificados como *subprime*, comparados com apenas 17% de devedores brancos.[57] De acordo com o Department of Housing and Urban Development (HUD), a posse imobiliária das minorias cresceu 3,1 milhões entre 2002 e 2007.

Aqui, certamente, foi o apogeu da democracia da propriedade imobiliária. O novo mercado hipotecário parecia estar transformando em realidade o sonho da casa própria para centenas de milhares de pessoas, que tinham sido excluídas do fluxo básico das finanças pelas agências de análise de crédito e pelo preconceito racial tenuemente velado.

Subsequentemente, críticas seriam dirigidas a Alan Greenspan por não ter regulamentado os empréstimos hipotecários nos seus últimos anos como presidente do Federal Reserve. Mas, a despeito do seu notório endosso (subsequentemente retratado) às hipotecas com índices ajustáveis de juros, num discurso de 2004, Greenspan não foi o principal proponente de uma posse imobiliária mais ampla. Não dá para culpar a política monetária por todos os excessos dos últimos anos.

“Nós queremos que todos os americanos possuam suas próprias casas”, disse em outubro de 2002 o presidente George W. Bush. Depois de desafiar os emprestadores a transformarem 5,5 milhões de pessoas das minorias étnicas em donos da casa própria até o final da década, Bush assinou a American Dream Downpayment Act [Lei do Pagamento Inicial do Sonho Americano], em 2003, uma medida destinada a subsidiar as compras da primeira casa para os grupos de baixa renda. Os donos do dinheiro, i.e., os financiadores, foram encorajados pela administração a não pressionar os tomadores de empréstimos *subprime* com exigências pela documentação integral. Fannie Mae e Freddie Mac também foram pressionados pela HUD para apoiar o mercado *subprime*. Como Bush observou em dezembro de 2003: “É do nosso interesse nacional que mais pessoas possuam suas casas”.[58] Poucos discordaram. Escrevendo para o *New York Times*, em novembro de 2007, Henry Louis (“Skip”) Gates Jr., professor Alphonse Fletcher na Harvard University e diretor do Instituto W. E. B. Du Bois para a Pesquisa Africana e Afro-Americana, pareceu acolher a tendência; e observou que quinze de

cada vinte afro-americanos bem-sucedidos, que ele tinha estudado (entre eles Oprah Winfrey e Whoopi Goldberg), eram descendentes de “pelo menos uma linha de antigos escravos que conseguiram obter propriedade nos anos 1920”. Desatento à explosão da bolha imobiliária que ocorrera meses antes, Gates sugeriu uma solução surpreendente para o problema da “pobreza e disfunção negra” – ou seja, “dar propriedade para as pessoas que outrora foram definidas como propriedades”:

> Talvez tenha sido Margaret Thatcher, entre todas as pessoas, quem sugeriu um programa que pode ajudar. Nos anos 1980, ela transformou 1,5 milhão de residentes dos projetos públicos de habitação na Grã-Bretanha em proprietários das suas casas. Foi certamente a coisa mais liberal que a senhora Thatcher fez, e talvez os progressistas devessem tomar emprestada uma página do seu caderninho... Uma abordagem nova e audaciosa para o problema da pobreza negra... seria procurar maneiras para transformar inquilinos em proprietários... Para o negro pobre, o progresso real somente pode chegar uma vez que ele tenha a posse de uma participação na sociedade americana. As pessoas que possuem imóveis têm um sentimento de posse no seu futuro e na sua sociedade. Elas estudam, economizam, trabalham, batalham e votam. E as pessoas, presas na armadilha de uma cultura de locatários, não...[59]

Beanie Self, uma líder comunitária negra na área de Frayser, em Memphis, identificou a falha fatal no argumento de Gates: “O sonho americano é a posse da casa própria, e uma das coisas que me preocupa é – mesmo que o sonho seja maravilhoso – que nós não estamos realmente preparados para isso. As pessoas não compreendem que agora nós temos uma indústria imobiliária, uma indústria das avaliações imobiliárias, uma indústria hipotecária que realmente podem forçar para colocar as pessoas dentro de casas que, na maior parte das vezes, elas realmente não podem pagar”.[60]

Como modelo de negócio, os empréstimos *subprime* funcionaram lindamente – enquanto as taxas de juros ficaram baixas, enquanto as pessoas mantiveram seus empregos e enquanto os preços dos imóveis continuaram a subir. Naturalmente, não se podia confiar que essas condições fossem durar muito tempo, menos ainda numa cidade como Detroit. Mas isso não preocupou os donos da grana *subprime*. Eles simplesmente seguiram a trilha incendiada pelo dinheiro dos financiadores das hipotecas nos anos 1980. Em vez de arriscarem o seu próprio, embolsaram gordas comissões na assinatura dos contratos dos empréstimos originais, e depois revenderam seus empréstimos a granel para os bancos de Wall Street. Por sua vez, os bancos agruparam os empréstimos numa RMBS – hipotecas residenciais garantidas por títulos – e as venderam aos investidores no mundo inteiro, todos ansiosos por uns poucos centésimos de um ponto percentual a mais no retorno do seu capital. Repaginados como CDOs – obrigações da dívida colateralizada –, esses títulos *subprime* puderam ser transformados de empréstimos arriscados para tomadores complicados, em títulos de investimento classificados no grau AAA (triple A). Tudo de que se necessitou foi a garantia de uma ou duas das principais agências de classificação, Moody’s ou Standard & Poor, de que era improvável que o pagamento de, pelo menos, a categoria superior desses títulos não fosse devidamente honrado. Admitia-se que as categorias mais baixas – “equity” e “mezanino” – eram mais arriscadas;

mas, novamente, ambas pagavam taxas mais altas de juros.

A chave para essa alquimia financeira foi que podia haver milhares de quilômetros entre os que faziam as hipotecas em Detroit e as pessoas que acabavam recebendo os pagamentos dos seus juros. O risco foi espalhado em volta do globo pelos fundos das pensões estatais americanas, para redes de trabalhadores da área da saúde na Austrália e até mesmo para conselhos municipais acima do Círculo Ártico. Na Noruega, por exemplo, as municipalidades de Rana, Hemmes, Hattjelldal e Narvik investiram em torno de 120 milhões de dólares dos seus contribuintes em CDOs garantidos pelas hipotecas *subprime* americanas. Na época em que o fizeram, os vendedores desses "produtos estruturados" se vangloriavam de que a securitização estava tendo o efeito de alocar os riscos "para aqueles mais capacitados a aguentá-los". Somente mais tarde se ficou sabendo que os riscos tinham sido alocados naqueles menos capazes de compreendê-los. Aqueles que sabiam muito bem e melhor sobre a quantidade e qualidade das escamas dos empréstimos *subprime* – as pessoas que lidavam diretamente com os que faziam empréstimos e conheciam suas circunstâncias econômicas – não correram qualquer risco. Eles podiam fazer um empréstimo "NINJA" (para alguém com No Income No Job or Assets – Sem Renda, Sem Emprego ou Bens) de 100% do valor e vendê-lo no mesmo dia para um dos grandes bancos no ramo do CDO. E, não demorava muito, o risco estava flutuando na direção de um fiorde.

Em Detroit, o aumento das hipotecas *subprime* coincidiu, na verdade, com uma nova queda na indústria automobilista inexoravelmente declinante, que custou 20.000 empregos à cidade. Isso antecipou uma redução mais ampla na atividade produtiva americana, uma consequência quase inevitável do aperto da política monetária, quando o Federal Reserve aumentou as taxas de juros de curto prazo de 1% para 5,25% por cento; isso teve um impacto modesto, mas, não obstante, significativo nas taxas médias das hipotecas, que subiram cerca de um quarto – de 5,34 para 6,6%. O efeito sobre o mercado *subprime*, por causa dessa mudança aparentemente inócua nas condições de crédito, foi devastador. Logo que as taxas sedutoras expiraram e as hipotecas foram reajustadas com as novas taxas muito mais altas de juros, rapidamente centenas de famílias de Detroit começaram a atrasar os pagamentos das suas hipotecas. Já em março de 2007, cerca de uma em cada três hipotecas *subprime* na zona do CEP 48235 estava mais de sessenta dias em atraso, prestes a ser executada. O efeito foi a explosão da bolha imobiliária, provocando o começo da queda dos preços das casas, pela primeira vez desde o começo dos anos 1990. Logo que isso começou a acontecer, aqueles que tinham feito suas hipotecas a 100% descobriram que suas dívidas valiam mais do que suas casas. E, quanto mais os preços caíram, mais proprietários de imóveis se viram com um patrimônio negativo, um termo familiar na Grã-Bretanha desde o começo dos anos 1990. A esse respeito, a West Outer Drive foi um arauto de uma crise mais ampla no mercado imobiliário americano, crise cujas ramificações iriam abalar o sistema financeiro do mundo ocidental até as suas bases.

Numa tarde de uma opressiva e abafada sexta-feira, logo depois de chegar a Memphis de Detroit, eu assisti a mais de cinquenta casas sendo vendidas nos degraus do tribunal da cidade. Em cada caso, foi porque os credores das hipotecas as executaram pelo fato de os donos dessas casas não conseguirem honrar o pagamento dos seus juros.[**********] Não apenas Memphis é a capital da falência da América (como vimos no Capítulo 1). No verão de 2007, a cidade também estava se tornando rapidamente a capital das hipotecas executadas. Nos últimos cinco anos, assim me disseram, uma em cada quatro famílias na cidade recebeu um aviso de ameaça de execução hipotecária. E, mais uma vez, as hipotecas *subprime* estavam na raiz do problema. Somente em 2006, as companhias financiadoras de *subprime* emprestaram US$ 460 milhões para quatorze zonas de CEP de Memphis. O que testemunhei foi apenas o começo de um dilúvio de execuções hipotecárias. Em março de 2007, o Center for Responsible Lending [Centro para o Empréstimo Responsável] previu que o número dessas execuções poderia chegar a 2,4 milhões.[61] Esse pode ter sido um número subestimado. No momento que escrevo este livro (maio de 2008), o pagamento de cerca de 1,8 milhão de hipotecas está atrasado, mas um número estimado de 9 milhões de famílias americanas, ou os ocupantes de uma em cada dez casas de família, já estão na faixa do patrimônio negativo. Cerca de 11% do *subprime* ARMs já está sendo executada. De acordo com o Crédit Suisse, o número total de execuções sobre todos os tipos de hipotecas poderá acabar sendo 6,5 milhões ao longo dos próximos cinco anos. Isso colocará 8,4% de todos os proprietários americanos, ou 12,7% daqueles com hipotecas, fora das suas casas.[62]

Desde que o mercado de hipotecas *subprime* começou a desandar no começo do verão de 2007, ondas de choque vêm se espalhando pelos mercados de crédito do mundo inteiro, eliminando alguns fundos *hedge*, e custando centenas de bilhões de dólares aos bancos e a outras empresas financeiras. O problema principal reside nos CDOs, mais da metade de um trilhão de dólares do que foi vendido em 2006, dos quais cerca da metade continha uma exposição *subprime*. Acontece que os preços de muitos desses CDOs tinham sido seriamente superestimados, como resultado de estimativas errôneas de prováveis taxas de calote *subprime*. Quando até mesmo as propriedades classificadas com o triplo AAA começaram a não honrar seus pagamentos, os primeiros a sofrer foram os fundos *hedge* especializados em comprar fatias de CDOs de risco mais elevado. Embora tenha havido sinais de problemas desde fevereiro de 2007, quando o banco HSBC admitiu perdas pesadas nas hipotecas americanas, a maioria dos analistas dataria o começo da crise do *subprime* em junho daquele ano, quando a Merrill Lynch solicitou ao Bear Stearns que depositasse colateral adicional para dois dos seus fundos *hedge*.[***********] O Merryl Lynch, outro banco de investimento, tinha emprestado dinheiro ao Bear Stearns, mas começou a ficar preocupado sobre a sua exposição excessiva a ativos garantidos pelo *subprime*. O Bear afiançou um dos fundos, mas deixou o outro implodir. No mês seguinte, as agências de classificação começaram a rebaixar os RMBS CDOs – sigla para “obrigações de dívida de hipotecas residenciais garantida por propriedade colateralizada” –, sigla que atesta a natureza supercomplexa desses produtos financeiros.

Quando as agências assim o fizeram, todos os tipos de instituições financeiras que tinham negociado esses ativos se viram diante de perdas pesadas. O problema foi muito magnificado pelo tamanho da alavancagem (dívida) no sistema. Os fundos *hedge*, em particular, tinham tomado emprestadas vastas somas dos seus corretores *prime* – os bancos – para aumentar os lucros que poderiam gerar. Enquanto isso, os bancos vinham disfarçando sua própria exposição, estacionando seus ativos relacionados ao *subprime* em entidades fora das suas folhas contábeis, conhecidas como "conduits", "condutores", e veículos estratégicos de investimento (*strategic investment vehicles* – SIVs, certamente o mais adequado de todos os acrônimos da crise). Ao mesmo tempo, para os seus financiamentos, esses bancos contavam com os empréstimos de curto prazo dos mercados de papéis comerciais e com os empréstimos interbancários chamados *overnight*, i.e., da noite para o dia seguinte. Quando apareceram os medos sobre os riscos dos seus pares (o perigo de que a outra parte envolvida na transação financeira pudesse quebrar), aqueles mercados de crédito emperraram. A crise de liquidez, sobre a qual alguns analistas vinham advertindo há pelo menos um ano, explodiu em agosto de 2007, quando a American Home Mortgage declarou falência, o BNP Paribas suspendeu três fundos de investimento em hipotecas e o Countrywide Financial eviscerou toda a sua linha de crédito de US$ 11 bilhões. O que dificilmente qualquer pessoa tinha antecipado foi que aqueles não pagamentos de hipotecas *subprime* das famílias de baixa renda, de cidades como Detroit e Memphis, pudessem desencadear tanta devastação financeira:[************] um banco (Northern Rock) nacionalizado; outro (Bear Stearns) vendido a preço de nada a um competidor, numa transação subscrita pelo Federal Reserve; numerosos fundos *hedge* implodidos e eliminados; "reduções de valor" (nos livros) pelos bancos, chegando pelo menos a US$ 318 bilhões; perdas totais antecipadas de mais de um trilhão de dólares. A borboleta *subprime* tinha batido as suas asas e provocado um furacão global. Entre as muitas ironias da crise é que ela acabou, em última análise, dando um golpe fatal na mãe, mãe essa patrocinada pelo governo americano, da democracia da propriedade imobiliária: Fannie Mae.[63] Uma consequência da política do governo tinha sido aumentar a proporção das hipotecas feitas pela Fannie Mae, e por seus irmãos menores, Freddie e Ginnie, enquanto reduzia a importância das garantias originais do governo, que tinham sido o componente-chave do sistema. Entre 1955 e 2006, a proporção das hipotecas não rurais, garantidas pelo governo, caiu de 35% para 5%. Mas, no mesmo período, a cota das hipotecas feitas por essas empresas patrocinadas pelo governo cresceu de 4% para um pico de 43% em 2003.[64] O Office of Federal Housing Enterprise Oversight vinha impelindo gradativamente Fannie e Freddie para que ambos adquirissem ainda mais RMBS (incluindo fundos de ações garantidos pelo *subprime*), relaxando as normas que regulamentavam seu coeficiente capital/ativos. Mas as duas instituições tinham somente US$ 84 bilhões de capital entre as duas, meros 5% do ativo de US$ 1,7 trilhão da sua contabilidade, para não dizer nada sobre os US$ 2,8 trilhões adicionais que garantiam no mercado.[65] Se essas instituições se metessem em dificuldades, parece uma suposição razoável que o patrocínio do governo virasse posse do governo, com

enormes e importantes implicações para o orçamento federal.*************

Assim, no final das contas, as casas não são o único investimento singularmente seguro. Seus preços podem subir e também podem cair. E, como vimos, as casas são ativos bastante ilíquidos – o que significa que elas são difíceis de vender rapidamente quando você está numa encrenca financeira. Os preços das casas são pouco flexíveis até o fim, porque quem vende odeia diminuir o preço de venda numa crise; o resultado é uma pletora de propriedades não vendidas e de pessoas que mudariam, mas que, ao contrário, ficam amarradas olhando para seus anúncios de "Vende-se". Isso, por sua vez, significa que a posse imobiliária tende a reduzir a mobilidade profissional e, por conta disso, atrasa a recuperação desse ciclo. Essas se tornam as desvantagens da ideia da democracia da posse da casa própria, encantadora embora ela outrora parecesse transformar todos os inquilinos em proprietários. A questão que permanece para ser respondida é se temos, ou não, qualquer direito de exportar esse modelo de alto risco para o resto do mundo.

Tão Seguras quanto Donas de Casa

Quilmes, uma favela esparramada na periferia ao sul de Buenos Aires, parece a milhões de quilômetros das elegantes avenidas do centro da capital argentina. Mas as pessoas que moram em Quilmes são tão pobres como parecem? Como o economista peruano Hernando de Soto as enxerga, as favelas como Quilmes, a despeito da sua aparência suja e em ruínas, representam literalmente trilhões de dólares de riqueza irrealizada. De Soto calculou que o valor total dos imóveis ocupados pelos pobres do mundo chega a US$ 9,3 trilhões. E, como ele observa, isso é quase a total capitalização de mercado de todas as empresas listadas nas vinte principais economias do mundo – e, aproximadamente, noventa vezes toda a ajuda estrangeira paga a países em desenvolvimento entre 1970 e 2000. O problema é que as pessoas em Quilmes, e em incontáveis favelas no mundo inteiro, não possuem escrituras legais das suas casas. E, sem algum tipo de documento legal, a propriedade não pode ser usada como colateral para um empréstimo. O resultado é uma repressão fundamental no crescimento econômico, De Soto conclui, porque quem não pode pedir um empréstimo não pode levantar capital para começar um negócio. Empreendedores potenciais são impedidos. Energias capitalistas são abafadas.[66]

Uma grande parte do problema é que é burocraticamente muito difícil estabelecer um documento legal, uma escritura, para propriedades em lugares como a América Latina. Atualmente, na Argentina, de acordo com o World Bank, demora cerca de trinta dias para registrar um imóvel, mas costumava demorar mais tempo. Em alguns países – Bangladesh e Haiti são os piores – pode demorar perto de trezentos dias. Quando De Soto e seus pesquisadores tentaram conseguir uma autorização legal para construir uma casa num terreno de propriedade do Estado no Peru, demorou seis anos e onze meses, durante os quais eles tiveram que lidar com 52 diferentes órgãos do governo. Nas Filipinas, formalizar a posse de um imóvel era até recentemente um processo de 168 etapas, envolvendo 53 agências públicas

e privadas, e demorando entre 13 e 25 anos. No mundo de fala inglesa, ao contrário, demora apenas dois dias, e raramente mais de três semanas. Na opinião de De Soto, os obstáculos burocráticos para conseguir a escritura de um imóvel transformam as propriedades dos pobres num "capital morto... como água num lago no alto dos Andes – um estoque não disponível de potencial energia". Ele argumenta que dar vida a esse capital é a chave para prover países como o Peru com um futuro mais próspero. Somente com um sistema de direitos de propriedade em funcionamento, o valor de uma casa pode ser estabelecido adequadamente pelo mercado; essa casa pode ser vendida e comprada rapidamente; pode ser usada legalmente como colateral para empréstimos; e seu dono pode ser responsabilizado e devidamente cobrado, nas outras transações nas quais se envolver. Além disso, excluir os pobres do âmbito da posse legítima de uma propriedade assegura que eles funcionem e operem, pelo menos parcialmente, numa zona econômica cinza, ou informal, além do alcance do Estado. Isso é duplamente danoso. Impede o estabelecimento e a cobrança de impostos. E reduz a legitimidade do Estado aos olhos da população menos favorecida. Os países pobres são pobres, em outras palavras, porque não possuem diretos garantidos à propriedade, a "arquitetura oculta" de uma economia bem-sucedida. "A lei da propriedade não é uma bala de prata", De Soto admite, "mas é o elo que falta... Sem o direito à propriedade, os indivíduos jamais serão capazes de realizar outras reformas de maneira sustentável." E os países pobres também são os mais prováveis fracassos como democracias, porque não possuem um eleitorado de fiéis depositários. "O direito à propriedade acabará induzindo à democracia", De Soto argumentou, "porque não se pode sustentar um sistema de propriedade orientado pelo mercado, a não ser que exista um sistema democrático. Essa é a única maneira pela qual os investidores podem se sentir seguros."[67]

Para alguns – como o grupo terrorista maoísta Sendero Luminoso, que tentou assassiná-lo em 1992, num ataque a bomba que matou três pessoas –, De Soto é um vilão.[68] Outros críticos o denunciaram como o Rasputin por trás do presidente peruano Alberto Fujimori, agora caído em desgraça. Para outros, os esforços de De Soto para globalizar a democracia da posse imobiliária fizeram dele um herói. O ex-presidente Bill Clinton o chamou de "provavelmente o maior economista vivo", enquanto seu colega russo, Vladimir Putin, chamou as realizações de De Soto de "extraordinárias". Em 2004, o *think-tank* liberal americano, o Cato Institute, lhe conferiu o Prêmio Milton Friedman, bienal, pelo trabalho que "exemplifica o espírito e a prática da liberdade". De Soto e o seu Institute for Liberty and Democracy [Instituto Para a Liberdade e a Democracia] já aconselharam governos no Egito, El Salvador, Gana, Haiti, Honduras, Cazaquistão, México, Filipinas, e Tanzânia. A questão crítica é, naturalmente, sua teoria funciona na prática?

Quilmes oferece um experimento natural para descobrir se De Soto realmente desemaranhou o "mistério do capital". Foi ali, em 1981, que um grupo de 1.800 famílias desafiou a junta militar, que então governava a Argentina, ao ocupar um grande terreno numa área devastada. Depois da volta da democracia, o governo provincial desapropriou o terreno

dos seus legítimos donos para dar aos favelados a escritura das suas casas. Entretanto, somente oito dos treze legítimos donos aceitaram a compensação oferecida pelo governo; os outros (um deles acabou compondo a questão em 1998) travaram uma batalha legal demorada. O resultado foi que alguns dos posseiros de Quilmes se tornaram donos dos seus imóveis, pagando somas nominais como aluguéis que, depois de dez anos, se tornaram escrituras legais da posse dessas casas, enquanto outros permaneceram favelados. Atualmente, podemos distinguir as casas ocupadas pelos seus donos das outras, por causa das suas cercas melhores e das suas paredes pintadas. Como contraste, as casas cuja posse permanece contestada são barracos miseráveis. Como todo mundo sabe (inclusive “Skip” Gates), geralmente os donos tomam mais cuidado com as propriedades do que os inquilinos.

Não existe dúvida de que a posse da própria casa mudou a atitude das pessoas em Quilmes. De acordo com um estudo recente, aqueles que adquiriram escrituras se tornaram significativamente mais individualistas e materialistas em suas atitudes do que aqueles que ainda permanecem favelados. Por exemplo, à pergunta: “Vocês acham que o dinheiro é importante para a felicidade?”, 34% dos donos das suas próprias casas responderam que achavam que era, sim, importante.[69] Ainda assim, parece haver uma falha na teoria, porque possuir suas próprias casas não tornou significantemente mais fácil para as pessoas de Quilmes conseguir fazer empréstimos. Somente 4% conseguiram fazer uma hipoteca.[70] No país natal de De Soto também, somente a posse imobiliária não parece ser o suficiente para ressuscitar o capital morto. É verdade que, depois que as suas recomendações iniciais foram aceitas pelo governo peruano em 1988, houve uma redução drástica no tempo que demorava para registrar uma propriedade (para apenas um mês) e um corte ainda mais profundo, de 99%, nos custos da transação. Esforços adicionais foram feitos depois da criação de uma Comissão para a Formalização da Propriedade Informal, em 1996, de modo que, em quatro anos, 1,2 milhão de construções em terrenos urbanos foram transferidos para o sistema legal. Mas o progresso econômico, do tipo que De Soto prometera, tem sido desapontadoramente lento. Entre as 200.000 famílias de Lima que receberam as escrituras dos seus terrenos e casas, em 1998 e 1999, apenas cerca de um quarto delas conseguiu fazer qualquer tipo de empréstimo até 2002. Em outros lugares, onde a abordagem de De Soto foi tentada, notadamente no Cambodja, conferir escrituras a propriedades urbanas simplesmente encorajou construtores e especuladores a comprar – ou despejar – residentes pobres.[71]

Lembre-se: não é possuir uma propriedade que lhe confere segurança; ela apenas dá segurança aos seus credores. A segurança verdadeira vem de ter uma renda equilibrada e constante, como o duque de Buckingham descobriu nos anos 1840 e os donos da casa própria de Detroit estão descobrindo atualmente. Por essa razão, pode não ser necessário que todo empreendedor tenha que hipotecar sua casa para levantar dinheiro no mundo em desenvolvimento. De fato, a posse da casa própria pode não ser absolutamente a chave para a geração da riqueza.

Conheci Betty Flores na manhã chuvosa de uma segunda-feira, num mercado de rua em El Alto, a cidade boliviana próxima (ou melhor, acima) da capital, La Paz. Eu estava a caminho do escritório da organização de micro-financiamento de El Alto, a Pro Mujer, mas estava me sentindo cansado por causa da altitude e sugeri que parássemos para tomar um café. E lá estava ela, ocupada, fervendo, coando e distribuindo bules e canecas do forte café boliviano para os fregueses e para os donos das barracas do mercado inteiro. Fiquei imediatamente impressionado por sua energia e sua vivacidade. Num contraste evidente com a maioria das mulheres indígenas bolivianas, ela pareceu bastante desinibida sobre a ideia de conversar com um estrangeiro óbvio como eu. Acontece que ela era, de fato, uma das clientes do Pro Mujer, pois fizera um empréstimo para ampliar a sua barraca de café – algo que seu marido, um mecânico, não conseguira fazer. E tinha funcionado: eu apenas tive que olhar para o movimento contínuo na barraca de Betty para enxergar com clareza. Ela tinha planos de alguma expansão adicional? Sim, tinha. O negócio estava ajudando a manter suas filhas na escola.

Betty Flores não é o que convencionalmente se consideraria um bom risco de crédito. Tem uma poupança modesta e não possui casa própria. Ainda assim, ela e milhares de mulheres como ela, em países pobres em todo o mundo, estão conseguindo fazer empréstimos de instituições como o Pro Mujer, como parte de um esforço revolucionário para desatrelar as energias empreendedoras das mulheres. A grande revelação do movimento do microfinanciamento, em países como a Bolívia, é que as mulheres são realmente melhores riscos de crédito do que os homens, com ou sem uma casa para garantir seus empréstimos. Isso certamente vai contra a imagem convencional da mulher comprista e perdulária. De fato, vai contra o resquício de séculos de preconceito que, até os anos 1970, sistematicamente classificava as mulheres como menos confiáveis e menos dignas de crédito do que os homens. Nos Estados Unidos, por exemplo, as mulheres casadas costumavam ter crédito negado, mesmo que tivessem empregos, se os seus maridos não estivessem trabalhando. Com as mulheres sozinhas e divorciadas, o tratamento era ainda pior. Quando eu estava crescendo, o crédito era enfaticamente masculino. O microfinanciamento, entretanto, sugere que o merecimento do crédito pode, de fato, ser um traço feminino.

O fundador do movimento do microfinanciamento, o ganhador do Prêmio Nobel da Paz, Muhammad Yunus, compreendeu o potencial de fazer pequenos empréstimos a mulheres quando estudou a pobreza rural no seu Bangladesh natal. Seu Grameen ("Vilarejo") Bank, fundado no vilarejo de Jobra em 1983, já fez microempréstimos para quase sete milhões e meio de pessoas, quase todas elas mulheres que não tinham qualquer colateral. Virtualmente, todos fizeram empréstimos como membros de um grupo de cinco pessoas (*koota*), que se encontram uma vez por semana e dividem informalmente a responsabilidade pelo pagamento dos empréstimos. Desde o seu começo, o Grameen Bank já concedeu microempréstimos que somaram mais de US$ 3 bilhões, inicialmente financiando suas operações com dinheiro de agências de ajuda, mas agora atraindo depósitos suficientes (quase US$ 650 bilhões, em

janeiro de 2007) para ser inteiramente autossustentável e, de fato, lucrativo.[72] A Pro Mujer, fundada em 1990 por Lynne Patterson e Carmen Velasco, está entre as imitações mais bem-sucedidas do Grameen Bank, na América Latina.************** Os empréstimos começam por volta dos US$ 200. A maioria das mulheres de Bangladesh usa o dinheiro para comprar animais para suas fazendas ou, como a boliviana Betty, para abrir seus próprios micronegócios, vendendo qualquer coisa, de bolinhos a Tupperware.

Na hora em que consegui sair da barraca de café da Betty, o escritório da Pro Mujer em El Alto já parecia uma colmeia em atividade. Foi difícil não ficar impressionado diante da visão de dúzias de bolivianas, quase todas vestidas com suas roupas tradicionais (cada uma com uma miniatura de chapéu coco presa à cabeça num ângulo elegante e lampeiro), fazendo fila para efetuar os pagamentos regulares dos seus empréstimos. Enquanto elas contavam histórias sobre as suas experiências, comecei a me perguntar se já não estaria na hora de trocar uma frase centenária como "Tão seguras quanto casas", para "Tão seguras quanto donas de casa". Porque o que eu vi na Bolívia tem seus equivalentes em países pobres no mundo inteiro, das favelas de Nairóbi aos vilarejos de Andhra Pradesh, na Índia. E não apenas no mundo em desenvolvimento ou subdesenvolvido. O microfinanciamento também pode funcionar em enclaves de pobreza no mundo desenvolvido – como Castlemilk, em Glasgow, onde uma rede inteira de agências de empréstimos, chamadas uniões de crédito, foi instalada como um antídoto contra os empréstimos predatórios de agiotas (do tipo que encontramos no Capítulo 1). Também em Castlemilk, os recebedores dos empréstimos são as mulheres locais. Tanto em El Alto quanto em Castlemilk, ouvi que era muito mais provável que os homens gastassem seu salário em bares, ou em agências de apostas, do que se preocupassem com o pagamento dos juros. As mulheres, como me disseram repetidamente, eram melhores para administrar dinheiro do que os seus maridos.

Naturalmente, seria um erro assumir que o microfinanciamento é a solução milagrosa do problema da pobreza mundial, não mais do que a prescrição dos direitos à propriedade de Hernando de Soto. Cerca de dois quintos da população do mundo estão de fato fora do sistema financeiro, sem acesso a contas bancárias, e muito menos a crédito. Mas apenas lhes dar empréstimos não necessariamente consignaria a pobreza ao museu, na frase de Yunus, pedindo ou não um colateral. Nem deveríamos esquecer que algumas pessoas no negócio do microfinanciamento estão nele para ganhar dinheiro, e não para acabar com a pobreza.[73] E é um choque descobrir que algumas firmas de microfinanciamento estão cobrando juros tão elevados quanto 80 ou até 125% ao ano sobre seus empréstimos – taxas dignas de agiotas. A justificativa é que essa é a única maneira de ganhar dinheiro, dado o custo de administrar tantos microempréstimos.

Glasgow caminhou um bocado pela história desde que meu compatriota escocês Adam Smith escreveu o argumento seminal para o mercado livre, *A riqueza das nações*, em 1776. Como Detroit, a cidade floresceu na virada da era industrial. A era das finanças tem sido menos generosa com ela. Mas em Glasgow, como na América do Norte e na do Sul, e como no

Sul da Ásia, as pessoas estão aprendendo a mesma lição. O analfabetismo financeiro pode ser ubíquo, mas de alguma maneira todos nós somos especialistas em um ramo da economia: o mercado imobiliário. Todos sabíamos que a propriedade era uma aposta de mão única. Exceto que não era. (No último trimestre de 2007, os preços das casas em Glasgow caíram 2,1%. O único consolo foi que, em Edimburgo, os preços das casas caíram 5,8%.) Em cidades do mundo inteiro, os preços das casas subiram muito acima do que poderia ser justificado em termos de renda de aluguel ou de custos de construção. Houve, simplesmente, como disse o economista Robert Shiller, "uma percepção generalizada de que as casas são um grande investimento", que provocou uma "clássica bolha especulativa" através do mesmo mecanismo de realimentação que mais comumente afetam as bolsas de valores, desde os dias de John Law. Em resumo, houve uma exuberância irracional sobre os tijolos e a argamassa, e os ganhos de capital que eles poderiam render.[74]

Essa percepção, como vimos, foi parcialmente política, na sua origem. Mas enquanto encorajar a posse da casa própria pode ajudar a construir um eleitorado político para o capitalismo, ela também distorce o mercado de capital ao forçar as pessoas a apostarem a casa na, bem, na casa. Quando os teóricos financeiros advertem contra o "preconceito do lar", eles querem dizer a tendência dos investidores de manterem o seu dinheiro em bens produzidos por seu próprio país. Mas o verdadeiro preconceito do lar é a tendência de investir quase toda a nossa riqueza em nossas próprias casas. A casa, afinal, representa dois terços de um *portfolio* da típica família americana e uma proporção ainda maior em outros países.[75] De Buckinghamshire à Bolívia, a chave para a segurança financeira deveria ser um *portfolio* de bens adequadamente diversificados.[76] Para adquirir isso, nós somos bem aconselhados a tomar empréstimos em antecipação de ganhos futuros. Mas não deveríamos ser seduzidos a arriscar tudo no jogo altamente alavancado do mercado imobiliário, que está muito longe de ser livre de riscos. Tem que haver um *spread* sustentável entre os custos dos empréstimos e os retornos de investimentos, e um equilíbrio sustentável entre dívida e renda.

Essas regras, desnecessário dizer, não se aplicam exclusivamente a famílias. Elas também se aplicam a economias nacionais A questão final que permanece para ser respondida é até quando – como resultado do processo que todos nós acabamos chamando de globalização – a maior economia do mundo tem sido tentada a ignorá-las. Qual é o preço, em resumo, de uma superpotência *subprime*?

---

* Despertando expectativas que podem ser impossíveis de realizar. O aumento de quinze vezes a mais nos preços das casas na Inglaterra, entre 1975 e 2006, colocou a propriedade de um lar fora do alcance de quase todos aqueles compradores de primeira viagem que não conseguirem o auxílio financeiro dos seus pais.

** A Irlanda lidera o campo com 83% de famílias que possuem seus próprios lares, seguida pela Austrália e o Reino Unido (ambos os países com 69%), Canadá (67%) e os Estados Unidos (65%). A porcentagem para o Japão é de 60%, para a França é de 54% e de 43% para a Alemanha. Observe, entretanto, que esses números são de 2000. Desde então, o número para os Estados Unidos cresceu para acima de 68%. Observe também a variação regional: os americanos do Meio Oeste e sulistas são significativamente donos mais prováveis de suas próprias casas (72%) do que os americanos que vivem no Oeste e no

Nordeste do país. Comprar imóveis é mais barato no Meio Oeste e no Sul. Setenta e oito por cento dos habitantes da West Virginia possuem seus próprios lares, ao passo que apenas 46% dos nova-iorquinos são proprietários de suas residências.

*** "A vida é sempre incerta, senhorita Demolines."
"Agora você está caçoando, eu sei. Mas não sente, realmente, que agora o dinheiro da City é sempre muito arriscado? Ele vem e vai tão rapidamente."
"No que concerne o vai, eu acho que acontece a mesma coisa com todo dinheiro", disse Johnny.
"Não com a terra, ou os fundos. Mamãe tem cada xelim aplicado em hipotecas de primeira classe sobre terras, a 4%. Isso faz com que possamos nos sentir tão seguros! A terra não pode fugir." (Capítulo 25)

**** Até o fechamento deste livro, cerca de 37 milhões de indivíduos e casais americanos solicitaram a dedução sobre suas hipotecas do seu imposto de renda, no valor de mais de US$ 1.000.000, a um custo de US$ 76 bilhões para o Tesouro dos Estados Unidos.

***** A legislação crucial foi o Depository Institutions Deregulation [Desregulamentação das Instituições de Depositárias] e o Monetary Control Act [Lei do Controle Monetário], de 1980, e o Garn-St Germain Depository Institutions Act [Lei das Instituições Depositárias Garn-St Germain], de 1982.

****** O caso mais notório foi o de Charles Keating, cujo Lincoln Savings and Loans em Irvine, na Califórnia, recebeu apoio de cinco senadores, entre os quais John Mc- Cain, quando caiu sob a pressão do Federal Home Loan Bank. Anteriormente McCain recebera contribuições de Keating para as suas campanhas políticas, mas foi exonerado de qualquer ato impróprio pelo Comitê de Ética do Senado americano.

******* No final de 2006, os GSEs detinham a maior parcela das hipotecas, somando 30% do total da dívida pendente. Os bancos comerciais detinham 22%; as ações garantidas pelas hipotecas residenciais (RMBS), CDOs e outras ações garantidas por ativos, somavam 14% do total; as instituições de poupança respondiam por 13%; os governos estaduais e federais, por 8% do total; e as companhias de seguro de vida, por 6%. Indivíduos detinham o restante.

******** Na longa discussão que tenho tido com minha mulher sobre a insensatez de um investimento alavancado em larga escala no mercado imobiliário do Reino Unido (sua estratégia financeira favorita), ela emerge como a vencedora, na suposição de que eu teria preferido viver numa acomodação alugada da universidade e investido na bolsa de valores do Reino Unido. A estratégia mais favorável teria sido, naturalmente, possuir um *portfolio* diversificado de imóveis e de ações globais, financiado com uma quantidade moderada de alavancagem.

********* Entre 1997 e 2006, os consumidores americanos retiraram estimados $9 trilhões de dólares em moeda em empréstimos garantidos pelo patrimônio dos seus lares. No primeiro trimestre de 2006, essa extração a partir do patrimônio imobiliário somou quase 10% da renda pessoal disponível.

********** Existe uma importante característica da lei americana: em muitos estados (embora não em todos), as hipotecas geralmente são empréstimos "sem recurso", significando que, quando o devedor não paga, o credor da hipoteca pode apenas arrestar o valor da propriedade, mas não pode se apoderar de nenhum outro bem (i.e., um carro, ou uma conta bancária – com dinheiro), ou fazer uma penhora de futuros salários. De acordo com alguns economistas, esse detalhe legal dá um forte incentivo à contumácia, ou não pagamento, de quem tem hipotecas.

*********** Um desses glorificados fundos *hedge* do Bear Stearns se ufanava do nome Fundo de Alavancagem Intensificada de Estratégias para Créditos Estruturados de Grau Elevado.

************ Poucos discordaram quando o FMI chamou-o de "o maior choque financeiro desde a Grande Depressão".

************* Eventos subsequentes à escrita deste livro realmente corroboraram essa afirmação.

************** Melinda e Bill Gates ficaram tão bem impressionados com a Pro Mujer que sua fundação está dando US$ 3,1 milhões à organização.

6
Do Império à Chimérica

Apenas dez anos atrás, durante a crise asiática de 1997-1998, a sabedoria convencional dizia que era mais provável que as crises financeiras acontecessem na periferia da economia do mundo – nos chamados mercados emergentes (formalmente conhecidos como países menos desenvolvidos) do Leste da Ásia ou da América Latina. Mas as maiores ameaças ao sistema financeiro global neste novo século não vieram da periferia, mas do coração da economia do mundo. Nos dois anos depois que a bolha *ponto.com* do Silicon Valley chegou ao seu pico, em agosto de 2000, o mercado de ações dos Estados Unidos caiu quase pela metade. E foi somente em maio de 2007 que os investidores na Standard & Poor's 500 recuperaram suas perdas. Então, apenas três meses mais tarde, uma nova tempestade financeira explodiu, dessa vez não na bolsa de valores, mas no mercado de crédito. Como vimos, essa crise também se originou nos Estados Unidos, quando milhões de famílias americanas descobriram que não podiam pagar para conviver com o valor de bilhões de dólares das hipotecas *subprime*. Houve um tempo em que as crises americanas como essas teriam afundado o resto do sistema financeiro mundial numa recessão, se não numa depressão. Mas, enquanto escrevo, a Ásia parece pouco afetada pelo aperto do crédito. De fato, alguns analistas como Jim O'Neill, chefe da Global Research [Pesquisa Global], no Goldman Sachs, diz que o resto do mundo, liderado pela florescente China, está se "descolando" da economia americana.

Se O'Neill está certo, estamos vivendo uma das mais assombrosas guinadas que jamais houve no equilíbrio global do poder financeiro; o fim de uma era, que se estende para mais de um século para trás, quando o ritmo financeiro da economia do mundo era definido por gente de fala inglesa, primeiro na Grã-Bretanha, depois na América. A economia chinesa realizou feitos extraordinários de crescimento nos últimos trinta anos, com seu PIB crescendo a uma taxa composta anual de 8,4%. Mas, nos tempos recentes, o ritmo talvez até tenha se intensificado. Quando O'Neill e sua equipe calcularam pela primeira vez as projeções do

produto nacional bruto para os chamados BRICs – Brasil, Rússia, Índia e China, ou Big Rapidly Industrializing Countries, Países Grandes que se Industrializam Rapidamente –, perceberam que a China ultrapassaria os Estados Unidos por volta de 2040.[1] Entretanto, suas estimativas mais recentes trouxeram a data para 2027.[2] Os economistas do Goldman Sachs não ignoram os desafios que a China enfrenta, dos quais os menores não são a bomba-relógio demográfica plantada pela política draconiana de um único filho imposta pelo Partido Comunista e as consequências ambientais da revolução industrial acelerada do Leste da Ásia.[3] Eles também estão conscientes das pressões inflacionárias na China, exemplificadas pela escalada dos preços das ações em 2007 e pelo repentino aumento nos preços dos alimentos em 2008. Mas a análise geral ainda é surpreendentemente positiva. E ela subentende, muito simplesmente, que a história mudou de direção durante o tempo das nossas vidas.

Trezentos ou quatrocentos anos atrás, havia pouco para escolher entre as rendas *per capita* no Ocidente e no Oriente. O colonizador norte-americano médio, como já foi afirmado, tinha um padrão de vida não significativamente superior ao do camponês chinês médio. De fato, em muitos pontos, a civilização chinesa da era Ming era muito mais sofisticada do que a de Massachusetts. Durante séculos a maior cidade do mundo, Beijing ananicava Boston, da mesma maneira que o navio do tesouro do almirante Zheng He, no começo do século XV, tornava nanico o *Santa Maria*, de Colombo. Era mais provável que o delta do Yangtze fosse produzir mais inovações tecnológicas do que o vale do rio Tâmisa.[4] Mas, entre 1700 e 1950, houve uma “grande divergência” de padrões de vida entre o Oriente e o Ocidente. Enquanto a China pode ter sofrido um absoluto declínio da renda *per capita* naquele período, as sociedades do Norte ocidental – em particular, a Grã-Bretanha e suas colônias – experimentaram um crescimento sem precedente, graças, em grande parte, ao impacto da revolução industrial. Em 1820, a renda *per capita* dos Estados Unidos era aproximadamente duas vezes a da China; em 1870, já era quase cinco vezes maior; em 1913, quase dez vezes; em 1950, quase 22 vezes. O índice do crescimento anual médio do PIB *per capita* nos Estados Unidos foi de 1,57%, entre 1820 e 1950. O número equivalente para a China foi de –0,24%.[5] Em 1973, a renda média chinesa era, quando muito, um vigésimo da média americana. Calculado em termos de dólares internacionais a taxas de mercado, o diferencial era ainda mais amplo. Mesmo em 2006, a renda *per capita* americana ainda era 22,9 maior que a chinesa, por essa mesma medida.

O que aconteceu de errado com a China entre os anos 1700 e os anos 1970? Alguns argumentam que a China perdeu dois importantes acasos felizes que foram indispensáveis à decolagem do século XVIII no Norte ocidental. O primeiro acaso foi a conquista das Américas e, particularmente, a conversão das ilhas do Caribe em colônias produtoras de açúcar, os “acres fantasmas” que aliviaram a pressão sobre o sistema agrícola europeu, que poderia ter sofrido, de outra maneira, retornos declinantes no estilo chinês. O segundo foi a proximidade de minas de carvão nas localidades que eram bastante adequadas para o desenvolvimento industrial. Além de calorias mais baratas, de madeira mais barata, e de lã e

algodão mais baratos, a expansão imperial também trouxe outros inesperados benefícios econômicos. Ela encorajou o desenvolvimento de tecnologias militares úteis – relógios, armas, lentes e instrumentos de navegação – que acabaram tendo grande influência para o desenvolvimento do maquinário industrial.[6] Seria até desnecessário dizer que muitas outras explicações têm sido oferecidas para a grande divergência Oriente-Ocidente: diferenças em topografia, recursos naturais, cultura, atitudes em relação à ciência e à tecnologia, e até mesmo diferenças na evolução humana.[7] Mas permanece uma hipótese digna de crédito, a de que os problemas da China foram tanto financeiros quanto de recursos de base. Para começar, o caráter unitário do Império do Meio impediu a competição fiscal, que provou ser um impulso da inovação financeira na Europa do Renascimento. Além disso, a facilidade com que o Império chinês podia financiar suas dívidas imprimindo dinheiro desencorajou a emergência de mercados de capital do estilo europeu.[8] A cunhagem também foi disponibilizada mais rapidamente na Europa, por causa do saldo comercial negativo da China com o Ocidente. Em resumo, o Império do Meio tinha, de longe, muito menos incentivos para desenvolver notas comerciais, títulos e ações. Quando as instituições financeiras modernas finalmente chegaram à China, no final do século XIX, elas chegaram como parte do pacote do imperialismo ocidental e, como veremos, sempre ficaram vulneráveis aos recuos e aos ataques patrióticos contra a influência estrangeira.[9]

No sentido de uma rápida integração dos mercados internacionais para *commodities*, manufaturados, trabalho e capital, a globalização não é um fenômeno novo. Nas três décadas anteriores a 1914, o comércio de produtos atingiu uma proporção tão grande da produção global quanto nos últimos trinta anos.[10] Num mundo de fronteiras menos reguladas, a migração internacional foi quase certamente maior em relação à população do mundo; mais de 14% da população americana nasceu no estrangeiro em 1910, comparada com menos de 12% em 2003.[11] Apesar de, em termos brutos, os estoques de capital internacional terem sido maiores em relação ao PIB durante os anos 1990 do que tinham sido há um século atrás, em termos líquidos, as somas investidas no exterior – particularmente por países ricos em países pobres – foram muito maiores no período anterior.[12] Há mais de um século, homens de negócio empreendedores da Europa e da América do Norte puderam vislumbrar que havia oportunidades atraentes em toda a Ásia. Em meados do século XIX, as tecnologias-chave da revolução industrial puderam ser transferidas para todos os lugares. Os atrasos nas comunicações tinham sido dramaticamente reduzidos graças à rede internacional de cabos telegráficos submarinos. O capital estava abundantemente disponível e, como veremos, os investidores britânicos estavam mais do que prontos a arriscar seu dinheiro em países remotos. Os preços dos equipamentos eram razoáveis, a energia era disponível e a mão de obra tão abundante, que manufaturar têxteis na China ou na Índia deve ter sido uma linha de negócio imensamente lucrativa.[13] Mas, a despeito do investimento de mais de um bilhão de libras de fundos ocidentais, a promessa da globalização vitoriana permaneceu em muito não realizada na maior parte da Ásia, deixando um legado de amargura contra o que até hoje é

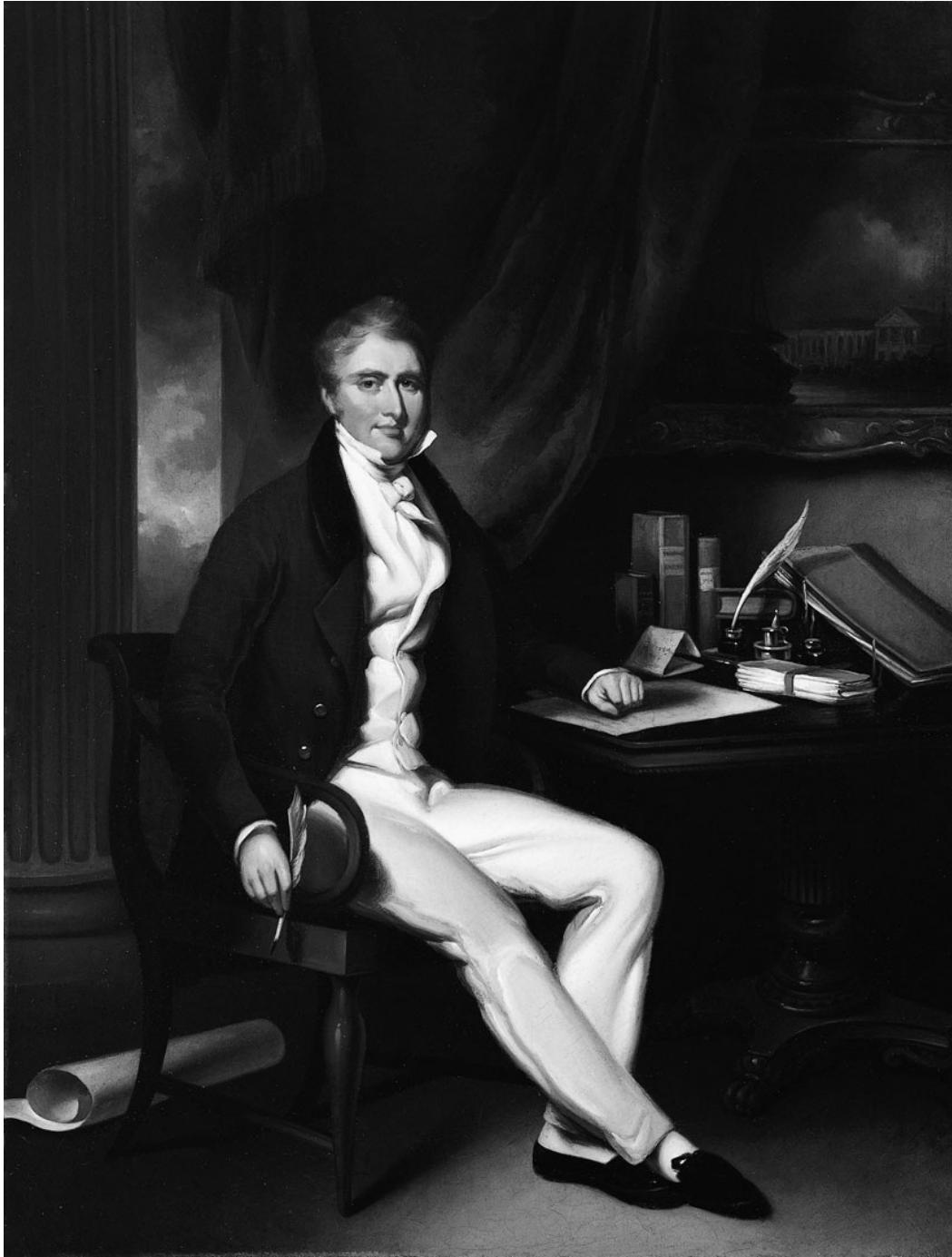
lembrado como exploração colonial. De fato, tão profunda foi a reação em meados do século XX contra a globalização, que os dois países mais populosos da Ásia acabaram se isolando do mercado global dos anos 1950 até os anos 1970.

Além disso, a última era da globalização teve tudo, menos um final feliz. Pelo contrário, menos de cem anos atrás, no verão de 1914, ela acabou, não numa choradeira, mas num estrondo ensurdecedor, quando os principais beneficiários da economia globalizada embarcaram na guerra mais destrutiva que o mundo jamais havia testemunhado. Achamos que sabemos por que o capital internacional deixou de produzir um desenvolvimento sustentável na Ásia antes de 1914. Mas será que houve também alguma conexão entre os efeitos da integração econômica global e a deflagração da I Guerra Mundial? Recentemente foi sugerido que essa guerra deveria ser compreendida como uma espécie de reação contra a globalização, anunciada por tarifas crescentes e por restrições à imigração, na década anterior a 1914. Medidas essas que foram acolhidas da maneira mais ardente pelas elites agrárias europeias, cuja posição fora minada por décadas de declínio dos preços agrícolas e pela emigração da mão de obra rural excedente para o Novo Mundo.[14] Antes de abraçarmos jubilosamente o admirável mundo novo, supostamente "pós-americano",[15] devemos ter certeza de que reações imprevistas similares não conseguiram tirar o tapete geopolítico de baixo da última versão da globalização.

A Globalização e o Armagedon

Costumava-se dizer que os mercados emergentes eram os lugares onde havia emergências. Investir em países distantes podia torná-lo rico, mas, quando as coisas davam errado, podia ser o caminho mais rápido para a ruína financeira. Como vimos no Capítulo 2, a primeira crise da dívida da América Latina aconteceu há muito tempo, nos anos 1820. Foi uma crise em outro mercado emergente, na Argentina, que quase faliu a casa dos irmãos Baring em 1890, exatamente como foi um operador trapaceiro de futuros em Cingapura, Nick Leeson, que finalmente acabou com o Banco Barings, 105 anos mais tarde. Dificilmente podemos dizer que a crise da dívida latino-americana nos anos 1980 e a crise asiática dos anos 1990 foram eventos sem precedentes. A história financeira sugere que muitos dos mercados emergentes de hoje ficariam melhor se chamados de mercados reemergentes.* Atualmente, o mercado reemergente definitivo é a China. De acordo com o investidor sinófilo Jim Rodgers, quase não existe limite para a quantidade de dinheiro que se pode ganhar naquele país.[16] Mas essa não é a primeira vez que investidores estrangeiros despejaram dinheiro em ações chinesas, sonhando com as vastas somas que seriam ganhas no país mais populoso do mundo. Vale lembrar que, na última vez, esses investidores perderam tantas camisas quanto as que os famosos alfaiates de Hong Kong podem costurar em um mês.

O problema-chave com os investimentos no estrangeiro, então como agora, é que é difícil para investidores em Londres ou em Nova York enxergarem o que um governo estrangeiro ou

um gerente no exterior está fazendo, pois estão a um oceano ou mais de distância. Além disso, a maioria dos países não ocidentais tinha, até recentemente, sistemas legais altamente inconfiáveis e regras contábeis muito diferentes. Se um sócio comercial estrangeiro decidir não pagar suas dívidas, existe pouca coisa que um investidor, situado do outro lado do mundo, pode fazer. Na primeira era da globalização, a solução para esse problema era brutalmente simples: impor o domínio europeu.

“Rato Velho de Cabeça de Ferro”: William Jardine, co-fundador da Jardine, Matheson

William Jardine e James Matheson eram bucaneiros escoceses que estabeleceram uma companhia comercial no porto de Guangzhou (então conhecido como Cantão), no sul da China, em 1832. Uma das melhores linhas de negócio era importar o ópio produzido pelo governo da

Índia. Jardine era um cirurgião da antiga Companhia das Índias Orientais, mas o ópio que ele levava para a China era para usos claramente não medicinais. Essa era uma prática que o imperador Yongzhen tinha proibido havia mais de cem anos, em 1729, por causa do alto custo social do vício do ópio. No dia 10 de março de 1839, um oficial imperial chamado Lin Zexu chegou a Cantão com ordens do imperador Daoguang para acabar com aquele comércio de uma vez por todas. Lin bloqueou os armazéns (depósitos) de ópio até que os comerciantes britânicos cedessem às suas exigências. No total, cerca de 20.000 caixas de ópio, valendo 2 milhões de libras, foram arrestadas. Seu conteúdo foi adulterado para torná-lo imprestável e, literalmente, jogado ao mar.[17] Os chineses também insistiram que, daquela data em diante, os cidadãos britânicos em território chinês seriam submetidos às leis chinesas. Isso não agradou a Jardine. Conhecido pelos chineses como "Rato Velho de Cabeça de Ferro", ele estava na Europa durante a crise, e correu para Londres, para fazer *lobby* junto ao governo britânico. Depois de três encontros com o ministro de Relações Exteriores, o visconde Palmerston, Jardine parece tê-lo persuadido de que era exigida uma demonstração de força, e que "a falta de força nos seus juncos de guerra" asseguraria uma vitória fácil, para uma força britânica "suficiente". No dia 20 de fevereiro de 1840, Palmerston deu a ordem. Em junho de 1840, todas as preparações navais estavam completas. O Império Qin estava a um passo de sentir a força integral do narco-Estado mais bem-sucedido da história: o Império britânico.

James Matheson, sócio de Jardine no comércio de ópio

Exatamente como Jardine predissera, as autoridades chinesas não eram adversários à altura do poder naval britânico. Guangzhou foi bloqueada, a ilha Chusan (Zhoushan) foi capturada. Depois de dez meses de bloqueio naval, os marinheiros britânicos invadiram o

forte que guardava a boca do rio Pearl, o canal navegável entre Hong Kong e Guangzhou. Sob a Convenção de Chuenpi, assinada em janeiro de 1841 (mas depois repudiada pelo imperador), Hong Kong se tornou uma possessão britânica. O Tratado de Nanquim, assinado um ano depois de outra insurgência unilateral, confirmou essa concessão, e também liberou o comércio de ópio em cinco chamados "portos do tratado": Cantão, Amoy (Xiamen), Foochow (Fuzhou), Ningbo e Xangai. De acordo com o princípio da extraterritorialidade, os cidadãos britânicos poderiam operar nesses portos sem reponder à lei chinesa.

Para a China, a primeira Guerra do Ópio deslanchou uma era de humilhação. O vício da droga explodiu. Missionários cristãos desestabilizaram as tradicionais crenças de Confúcio. E, no caos da Rebelião Taiping – uma revolta camponesa contra a desacreditada dinastia liderada pelo autoproclamado irmão mais moço de Cristo –, entre 20 e 40 milhões de pessoas perderam suas vidas. Mas, para Jardine e Matheson, que correram para comprar terras em Hong Kong, e logo mudaram sua matriz para a East Point da ilha, tinham chegado os dias de glória da globalização vitoriana. O Mirante de Jardine, um dos pontos mais elevados da ilha, foi onde a companhia costumava manter um vigia permanentemente estacionado, para avistar os barcos veleiros da empresa quando chegavam de Bombaim, Calcutá ou Londres. Enquanto Hong Kong florescia como um entreposto, logo o ópio deixou de ser a única linha de comércio da companhia. No começo dos anos 1900, a Jardine & Matheson tinha suas próprias cervejarias, suas próprias manufaturas têxteis, sua própria companhia de seguros, sua própria empresa de barcas, e até mesmo sua própria ferrovia, incluindo a linha de Kowloon a Cantão, construída entre 1907 e 1911.

De volta a Londres, um investidor tinha uma miríade de oportunidades de investimento estrangeiro abertas para ele. Nada ilustra isso melhor do que os livros contábeis de N. M. Rothschild & Sons, que revelam a mais extraordinária série de ações que os sócios Rothschild possuíam em seu *portfolio* multimilionário em libras. Uma única página lista não menos de vinte diferentes títulos, incluindo bônus emitidos pelos governos do Chile, Egito, Alemanha, Hungria, Itália, Japão, Noruega, Espanha, e Turquia, e também ações emitidas por onze diferentes ferrovias, entre as quais quatro na Argentina, duas no Canadá, e uma na China.[18] Nem eles foram os únicos membros dessa rarefeita elite financeira que se envolveram nesse tipo de diversificação internacional. Já em 1909, pelo modesto desembolso de 2 xelins e 6 centavos, os investidores britânicos podiam comprar o livro de Henry Lowenfeld, *Investment: An Exact Science* [Investimento: uma ciência exata], que recomendava um "sistema sólido de médias, baseadas na Distribuição Geográfica do Capital", como um meio de "reduzir ao mínimo a mácula da especulação do ato do investimento".[19] Como Keynes mais tarde relembraria, numa passagem merecidamente famosa em seu *Consequências econômicas da paz*, quase não exigia qualquer esforço para um londrino de posses moderadas "aventurar sua riqueza nos recursos naturais e novos empreendimentos em qualquer região do mundo, e compartilhar, sem exceção nem problemas, os seus prospectivos frutos e vantagens".[20]

Naquela época, havia cerca de quarenta bolsas de valores estrangeiras espalhadas pelo

mundo, das quais sete eram regularmente cobertas pela imprensa financeira britânica. A Bolsa de Valores de Londres listava títulos emitidos por 57 governos soberanos e coloniais. Seguir o dinheiro de Londres pelo resto do mundo revela a total extensão dessa primeira globalização financeira. Cerca de 45% dos investimentos britânicos iam para os Estados Unidos, Canadá e antípodas, 20% para a América Latina, 16% para a Ásia, 13% para a África e 6% para o resto da Europa.[21] Caso se adicione todo o capital britânico levantado através de emissões públicas de ações entre 1865 e 1914, pode-se ver que a maioria foi para o exterior; menos de um terço foi investido no próprio Reino Unido.[22] Em 1913, estimados $ 158 bilhões em ações existiam no mundo inteiro, dos quais cerca de $ 45 bilhões (28%) eram mantidos internacionalmente. De todas as ações citadas na Bolsa de Valores de Londres em 1913, quase a metade (48%) era de títulos estrangeiros.[23] Em 1913, os ativos estrangeiros brutos eram equivalentes a cerca de 150% do PIB da Grã-Bretanha, e o excesso da conta corrente anual subiu a algo como 9% do PIB de 1913 – evidência do que poderia agora ser chamado de uma pletora de poupança britânica. Significativamente, uma proporção muito maior de exportação de capital pré-1914 foi para países relativamente pobres, se comparado com o que vinha sendo o caso mais recentemente. Em 1913, 25% do estoque de capital do mundo estava investido em países com rendas *per capita* de um quinto ou menos da renda *per capita* americana; em 1997, essa proporção era apenas de 5%.[24]

Pode ser que os investidores britânicos tivessem sido atraídos para os mercados estrangeiros simplesmente pela perspectiva de retornos mais elevados em regiões pobres de capital.[25] Pode ser que tivessem sido encorajados pelo *spread* do padrão ouro ou pelo aumento da responsabilidade fiscal de governos estrangeiros. Mas é difícil acreditar que teria havido tanto investimento no exterior antes de 1914 se não fosse pela ascensão do poder imperial britânico. Entre dois quintos e a metade de todo esse investimento britânico no exterior foi para as colônias controladas pelos britânicos. Uma proporção substancial também foi para países como a Argentina e o Brasil, países sobre os quais os britânicos exerciam uma considerável influência informal. E os investimentos britânicos no exterior eram desproporcionalmente focados em ações que aumentavam a alavancagem política de Londres; não apenas em títulos governamentais, mas também em ações emitidas para financiar a construção de ferrovias, de portos e de minas. Parte da atração das ações coloniais era a garantia explícita que algumas delas carregavam.[26] O Colonial Loans Act – a Lei de Empréstimos Coloniais, de 1899 –, e o Colonial Stock Act – Lei das Ações Coloniais, de 1900 –, também deram às ações coloniais o mesmo *status* de depositário que o título perpétuo de referência do governo britânico, o *consol*, fazendo delas investimentos vantajosos para os Trustee Savings Banks (bancos depositários de poupança).[27] Mas o apelo real das ações coloniais era mais implícito do que explícito.

Os vitorianos impuseram um conjunto característico de instituições em suas colônias que provavelmente realçou seu apelo aos investidores. Essas instituições foram além da trindade de Gladstone – dinheiro sólido, orçamentos equilibrados e livre comércio –, para incluir o

domínio da lei (especificamente, os direitos à propriedade, estilo britânico) e uma administração relativamente não corrupta – entre os mais importantes "bens públicos" do imperialismo liberal do final do século XIX. Era mais provável que os contratos das dívidas dos empréstimos coloniais fossem, muito simplesmente, mais executáveis do que aqueles em estados independentes. Isso era porque, como Keynes observou depois, "A Rodésia do Sul – um lugar no meio da África, com uns poucos milhares de habitantes brancos e menos de um milhão de negros – pode fazer um empréstimo não garantido em termos não muito diferentes do nosso próprio [British] War Loan – Empréstimo de Guerra [Britânico]", enquanto investidores poderiam preferir "ações da Nigéria (que não tem garantia do governo britânico) ... às debêntures da Ferrovia Londres e Norte-Leste".[28] A imposição da lei britânica (como no Egito, em 1882) praticamente se resumia à garantia da "não contumácia"; a única incerteza que os investidores tinham que enfrentar se referia à esperada duração do domínio britânico. Antes de 1914, a despeito do crescimento de movimentos nacionalistas em possessões tão diferentes quanto a Irlanda e a Índia, a independência política ainda parecia uma perspectiva claramente remota para a maioria dos seus povos. Nesse ponto, mesmo as colônias importantes de colonização branca tinham recebido apenas uma autonomia política limitada. E nenhuma colônia parecia mais distante de se tornar independente do que Hong Kong.

Entre 1865 e 1914, investidores britânicos colocaram pelo menos 74 milhões de libras em ações chinesas, uma pequenina proporção do total de 4 bilhões que eles mantinham fora em 1914, mas uma soma significativa para a empobrecida China.[29] Sem dúvida, serviu de garantia para os investidores o fato de que, a partir de 1854, a Grã-Bretanha não apenas administrava Hong Kong como a joia da coroa, mas também controlava o sistema chinês inteiro através da Imperial Maritime Customs [Alfândega Marítima Imperial], assegurando que pelo menos uma parte dos impostos cobrados nos portos chineses fosse usada para pagar os juros sobre os títulos possuídos pelos britânicos. Mas, mesmo nos alojamentos europeus dos chamados portos do tratado, onde a Union Jack, o pavilhão britânico, adejava, e o *taipan* bebericava seu gim e tônica, havia perigos. Não importa o quão firmemente os britânicos controlassem Hong Kong, eles não puderam fazer nada para impedir a China de se meter em guerras, primeiro contra o Japão em 1894-1895, depois na Revolução Boxer, em 1900, e, finalmente, na revolução que derrubou a dinastia Qin em 1911 – uma revolução parcialmente inflamada pelo desagrado disseminado dos chineses diante do domínio estrangeiro da sua economia. Cada uma dessas sublevações atingiu os investidores estrangeiros onde lhes dói mais: nas suas carteiras. Muito pelo que aconteceu em crises posteriores – a invasão japonesa em 1941 ou, pelo que interessa, a retomada de Hong Kong pela China, em 1997 –, os investidores em Hong Kong viram quedas profundas no valor das suas ações e seus títulos chineses.[30] Essa vulnerabilidade do começo da globalização a guerras e revoluções não era peculiar à China. Aconteceu de acabar sendo verdadeiro para todo o sistema financeiro do mundo.

As três décadas anteriores a 1914 foram de anos dourados para os investidores estrangeiros – literalmente. As comunicações com os mercados estrangeiros melhoraram dramaticamente: em 1911, uma mensagem telegráfica demorava apenas trinta segundos para viajar de Nova York a Londres, e o custo de enviá-la era apenas de meros 0,5% do preço de 1866. Em 1908, todos os bancos centrais europeus já tinham se comprometido com a adoção do padrão ouro; isso significava que todos eles tinham que defender suas reservas de ouro, aumentando taxas (ou, de outro modo, intervindo) se houvesse qualquer espécie de escoamento. Pelo menos isso simplificou a vida para os investidores, pois reduziu o risco de grandes flutuações de taxas de câmbio.[31] Os governos no mundo inteiro também pareciam estar melhorando suas posições fiscais, quando a deflação dos anos 1870 e dos anos 1880 deu lugar para uma pequena inflação a partir de meados dos anos 1890, que reduziu a carga das dívidas em termos reais O crescimento mais elevado também aumentou a renda dos impostos.[32] As taxas de juros de longo prazo, entretanto, continuaram baixas. Embora o rendimento sobre o *consol* britânico de referência crescesse acima de um ponto percentual entre 1897 e 1914, isso fora a partir de um nadir de 2,25%. O que podemos chamar agora de *spreads* dos mercados emergentes estreitaram dramaticamente, a despeito de episódios importantes de não pagamento de dívidas nos anos 1870 e nos anos 1890. Com a exceção de ações emitidas pelas imprevidentes Grécia e Nicarágua, nenhum dos títulos soberanos ou coloniais que foram comercializados em Londres em 1913 rendeu mais do que dois pontos percentuais acima dos *consols*, e a maioria pagou consideravelmente menos. Isso significou que qualquer pessoa que tivesse comprado um *portfolio* de títulos estrangeiros em, digamos, 1880, tinha usufruído de belos ganhos de capital.[33]

Os rendimentos e a volatilidade dos títulos de outras grandes potências, que respondiam por cerca da metade da dívida soberana estrangeira citada em Londres, também declinaram constantemente depois de 1880, sugerindo que os prêmios do risco político também estavam caindo. Antes de 1880, os títulos austríacos, franceses, alemães e russos tiveram a tendência de flutuar bastante violentamente em resposta às notícias políticas; mas os vários alarmes e alvoroços diplomáticos da década que antecedeu 1914, como a do Marrocos e a dos Bálcãs, mal causaram um tremor no mercado de ações de Londres. Embora o mercado de ações do Reino Unido permanecesse razoavelmente firme depois da explosão da bolha da Kaffir (mina de ouro) em 1895-1900, a volatilidade dos retornos tendeu para baixo. Existe pelo menos uma evidência que conecta essas tendências com um aumento alongado da liquidez, devido em parte ao aumento da produção de ouro e, muito mais importante, à inovação financeira, quando bancos que possuíam ações conjuntamente expandiram seus balanços patrimoniais relativos às suas reservas. Além disso, os bancos de poupança atraíram com muito sucesso os depósitos das famílias de classe média e de classes menos privilegiadas.[34]

Todas essas tendências econômicas benignas encorajaram o otimismo. Para muitos homens de negócio – de Ivan Bloch na Rússia czarista, a Andrew Carnegie nos Estados Unidos – era autoevidente que uma guerra importante seria catastrófica para o sistema

capitalista. Em 1898, Bloch publicou uma obra sólida de seis volumes, intitulada *O futuro da guerra*, que argumentava que, por causa dos avanços tecnológicos na destrutividade dos armamentos, a guerra, na verdade, não tinha futuro. Qualquer tentativa de deflagrá-la numa larga escala acabaria na "falência das nações".[35] Em 1910, no mesmo ano que Carnegie estabeleceu seu Endowment for International Peace [Dotação Para a Paz Internacional], o jornalista britânico de tendências esquerdistas, Norman Angell, publicou *The Great Illusion* [A grande ilusão], no qual argumentou que uma guerra entre as grandes potências tinha se tornado uma impossibilidade econômica, precisamente por causa da "delicada interdependência nas nossas finanças construídas sobre o crédito".[36] Na primavera de 1914, uma comissão internacional publicou seu relatório sobre as atrocidades cometidas nas guerras dos Bálcãs de 1912-1913. A despeito da evidência, que ele e seus colegas confirmaram, das guerras travadas *à l'outrance* (desmedidamente) entre populações inteiras, o presidente da comissão observou, na sua introdução, que os grandes poderes da Europa (diferentes dos pequenos estados balcânicos) "tinham descoberto a verdade óbvia, a de que os países mais ricos têm mais a perder com a guerra, e que cada país deseja a paz acima de todas as coisas". Um dos membros britânicos da comissão, Henry Noel Brailsford – um fiel e dedicado defensor do Partido Trabalhista Independente, e autor de uma crítica feroz às indústrias bélicas (*The War of Steel and Gold* [A guerra do aço e do ouro]), declarou:

> Na Europa, a época da conquista terminou e, salvo nos Bálcãs, e talvez nas fímbrias do império austríaco e do russo, é tão certo quanto nada na política que as fronteiras dos nossos estados nacionais foram finalmente definidas. Minha crença é de que não haverá mais guerras entre os seis grandes poderes.[37]

Os mercados financeiros haviam inicialmente descartado o peso do assassinato do príncipe herdeiro do trono austríaco, o arquiduque Franz Ferdinand, por Gavrilo Princip, em Sarajevo, a capital bósnia, no dia 28 de junho de 1914. Não foi senão no dia 22 de julho que a imprensa financeira expressou uma ansiedade séria de que a crise dos Bálcãs pudesse escalar para algo maior, e mais economicamente ameaçador. Quando os investidores atrasadamente perceberam a possibilidade de uma guerra europeia em grande escala, entretanto, a liquidez foi sugada da economia do mundo, como se o seu fundo tivesse escapado pelo ralo de uma banheira. O primeiro sintoma da crise foi um aumento dos prêmios de seguro do comércio marítimo no rastro do ultimato austríaco à Sérvia (que exigia, entre outras coisas, a permissão para a entrada de oficiais austríacos para procurar evidências da cumplicidade de Belgrado no assassinato). Os preços dos títulos e das ações começaram a cair quando investidores prudentes procuraram aumentar a liquidez das suas posições mudando para papel-moeda. Os investidores europeus foram especialmente rápidos para começar a vender ações russas, no que foram seguidos pelos americanos. As taxas de câmbio enlouqueceram e se emaranharam, como resultado de esforços de credores para cruzar fronteiras para repatriar seu dinheiro: a libra esterlina e o franco subiram, enquanto o rublo e o dólar caíram.[38] Por volta do dia 30 de

julho, o pânico reinava na maioria dos mercados financeiros.[39] As primeiras firmas pressionadas em Londres foram as chamadas corretoras intermediárias na Bolsa de Valores, que se apoiavam pesadamente em dinheiro emprestado para financiar suas compras de ações. Quando as ordens de venda se avolumaram, o valor das suas ações despencou abaixo do valor das suas dívidas, levando um bom número delas, notadamente a Derenberg & Co., à falência. Também sob pressão ficaram os corretores de notas comerciais em Londres, muitos dos quais tinham créditos a receber de parceiros continentais, agora impossibilitados, ou relutantes, em remeter o que deviam. Suas dificuldades, por sua vez, causaram um impacto nas firmas de aceite, a elite dos bancos comerciais, que eram os primeiros da fila no caso de qualquer não pagamento por parte de estrangeiros, porque tinham aceitado as notas. Se essa elite bancária quebrasse, os corretores de notas comerciais iriam junto, e possivelmente também os bancos que possuíam ações em conjunto, que emprestavam milhões a curto prazo para o mercado de desconto, todos os dias. A decisão desses últimos bancos de resgatar os empréstimos aprofundou o que hoje chamaríamos de arrocho do crédito.[40] Enquanto todos lutavam para vender ações e títulos, e aumentar sua liquidez, os preços das ações caíram, comprometendo corretores e outros que tinham feito empréstimos usando as ações como garantia. Os clientes domésticos começaram a temer uma crise bancária. As pessoas formaram grandes filas para trocar papel-moeda por moedas de ouro no Banco da Inglaterra.[41] A suspensão efetiva do papel de Londres como o eixo do crédito internacional ajudou a espalhar a crise da Europa para o resto do mundo.

Talvez a característica mais extraordinária da crise de 1914 foi o fechamento das mais importantes bolsas de valores do mundo, por períodos de mais de cinco meses. O mercado de Viena foi o primeiro a fechar, no dia 27 de julho. No dia 30 de julho, todas as bolsas de valores da Europa continental fecharam suas portas. No dia seguinte, Londres e Nova York se viram obrigadas a fazer o mesmo. Embora uma data para acordos, ainda que atrasada, tivesse ocorrido sem maiores problemas no dia 18 de novembro, a Bolsa de Valores de Londres só reabriria no dia 4 de janeiro de 1915. Nada parecido com isso jamais tinha acontecido desde a sua fundação em 1773.[42] O mercado de Nova York reabriu para negociações limitadas (ações em troca de dinheiro vivo) no dia 28 de novembro, mas só voltou a funcionar integralmente sem restrições no dia 1o de abril de 1915.[43] E as bolsas de valores não foram os únicos mercados que fecharam na crise. A maioria dos mercados de *commodities* dos Estados Unidos teve que suspender suas negociações, como também os mercados europeus de câmbio. O London Royal Exchange, por exemplo, permaneceu fechado até 17 de setembro.[44] Parece provável que, se os mercados não tivessem fechado, o colapso nos preços teria sido tão extremo quanto em 1929, se não pior. Nenhum ato de terrorismo patrocinado por um Estado teve maiores consequências financeiras do que o de Gavrilo Princip, em 1914.

A adoção quase universal do padrão ouro tinha sido outrora considerada como um conforto para os investidores. Na crise de 1914, entretanto, ela tendeu a exacerbar a crise de liquidez. Alguns bancos centrais (notadamente o da Inglaterra) realmente elevaram suas taxas

de desconto na fase inicial da crise, numa tentativa inútil de impedir que os estrangeiros repatriassem seu capital e, desse modo, drenassem as reservas de ouro. A proporcionalidade das reservas de ouro no evento de uma emergência tinha sido intensamente debatida antes da guerra; de fato, esses debates são quase a única evidência de que o mundo financeiro tinha considerado a possibilidade de algum problema num futuro imediato.[45] Mas o padrão ouro não era mais rigidamente aglutinador do que o informal dólar fixo de hoje, na Ásia e no Oriente Médio; na emergência da guerra, um número de países, começando com a Rússia, simplesmente suspenderam a convertibilidade do ouro em relação às suas moedas nacionais. Tanto na Grã-Bretanha quanto nos Estados Unidos, a convertibilidade formal foi mantida, mas poderia ter sido suspensa se seus bancos centrais achassem necessário. (O Banco da Inglaterra tinha autorização para essa suspensão, concedida pela Lei do Banco de 1844, que impôs uma relação fixa entre a reserva do banco e a emissão de notas bancárias, mas isso não era o equivalente a suspender quaisquer pagamentos em espécie, que poderiam ser facilmente mantidos com uma reserva menor.) Em cada caso, a crise instigou a questão da emergência do papel-moeda: na Grã-Bretanha, notas de 1 e de 10 libras do Tesouro; nos Estados Unidos, a moeda de emergência que os bancos foram autorizados a emitir sob a Lei Aldrich-Vreeland, de 1908.[46] Naquela ocasião, como agora, as autoridades reagiram à crise de liquidez imprimindo dinheiro.

Nem essas foram as únicas medidas consideradas necessárias. Em Londres, o feriado bancário do dia 3 de agosto, uma segunda-feira, foi estendido até a quinta-feira, dia 6. Pagamentos devidos sobre notas de câmbio foram adiados por um mês, por meio de proclamação real. Uma moratória de um mês para todos os outros pagamentos devidos (exceto salários, impostos, pensões e similares) foi introduzida rapidamente nos estatutos. (Mais tarde, essas moratórias foram estendidas até, respectivamente, 19 de outubro e 4 de novembro.) No dia 13 de agosto, o ministro das Finanças deu ao Banco da Inglaterra uma garantia de que, se o banco descontasse todas as notas aprovadas antes de 4 de agosto (quando a guerra foi declarada) “sem recurso contra os portadores”, então o Tesouro assumiria o custo de qualquer perda em que o banco pudesse incorrer. Isso significou o resgate do governo às firmas de desconto e abriu a porta para uma sólida expansão da base monetária, quando as notas jorraram no banco para ser descontadas. No dia 5 de setembro, a ajuda foi estendida às firmas de aceite de notas.[47] Os arranjos e as soluções variaram de país para país, mas os expedientes foram amplamente similares e bastante inéditos em sua abrangência: fechamentos temporários de mercados, moratórias de dívidas, papel-moeda emitido pelos governos em caráter de emergência, resgate das instituições mais vulneráveis. Em todos esses aspectos, as autoridades estavam preparadas para ir mais longe do que tinham ido anteriormente, em crises puramente financeiras. Como acontecera durante a “guerra mundial” anterior (contra a revolucionária e depois napoleônica França, mais de um século antes), a guerra de 1914 foi compreendida como um tipo especial de emergência, justificando medidas que teriam sido inconcebíveis em tempos de paz, incluindo (como um par do reino, conservador, é claro,

depois diria) “a exoneração dos banqueiros... de qualquer responsabilidade”.[48]

O fechamento do mercado de ações, e a intervenção das autoridades para suprir a liquidez quase certamente evitaram uma catastrófica queima de ativos. A Bolsa de Valores de Londres já tinha desvalorizado 7% no ano quando suas atividades foram suspensas, e isso aconteceu antes que a luta armada tivesse começado. Dados fragmentados sobre transações de títulos (conduzidas literalmente na rua durante o fechamento do mercado) dão uma noção das perdas que os investidores tiveram que contemplar, apesar dos esforços das autoridades. No final de 1914, os títulos russos tinham caído 8,8%, os *consols* britânicos, 9,3%, os *rentes* franceses, 13,2%, e os títulos austríacos, 23%.[49] Nas palavras de Patrick Shaw-Stewart, do Barings, foi “uma das coisas mais terríveis que Londres teve que enfrentar, desde que as finanças existem”.[50] Entretanto, isso foi apenas o começo. Contrário à ilusão da “guerra curta” (que era mais disseminada nos círculos financeiros do que nos militares), ainda haveria mais quatro anos de carnificina e de massacre pela frente, e um período ainda mais longo de perdas financeiras. Qualquer investidor imprudente ou patriótico o bastante para manter ações e títulos de toda confiança (os *consols*, ou os novos War Loans [Empréstimos de Guerra], do Reino Unido) teria sofrido perdas ajustadas pela inflação de –46% em 1920. Mesmo os rendimentos reais sobre as ações britânicas foram negativos (–27%).[51] A inflação na França, e a hiperinflação na Alemanha infligiram penas ainda mais severas em qualquer pessoa temerária o bastante para manter grandes saldos de francos e de *Reichsmarks*. Em 1923, os detentores de quaisquer ações ou títulos alemães tinham perdido tudo, embora uma subsequente legislação de reavaliação tivesse restaurado um pouco de seu capital original. Aqueles com títulos austríacos, húngaros, otomanos e russos também perderam pesadamente – mesmo quando esses títulos eram designados pelo padrão ouro – enquanto os impérios Habsburgo, Otomano e Romanov se esfacelavam sob as pressões da guerra total. As perdas foram especialmente repentinas e severas no caso dos títulos russos, cujo pagamento o regime bolchevique não honrou, em fevereiro de 1918. Quando isso aconteceu, os títulos russos de 5% da safra de 1906 estavam sendo negociados por menos de 45% do seu valor nominal. Esperanças de algum tipo de acordo com os credores estrangeiros se arrastaram durante os anos 1920, quando os títulos foram negociados por cerca de 20% da sua paridade. Nos anos 1930, eles não valiam mais nada.[52]

A despeito dos melhores esforços dos banqueiros, que incansavelmente mantiveram empréstimos para compromissos não promissores como os pagamentos das reparações alemãs, acabou sendo impossível restaurar a velha ordem da livre mobilidade do capital entre as duas guerras. Crises monetárias, não pagamentos, contumácia, discussões sobre as reparações e as dívidas de guerra e, depois, o início da Grande Depressão levaram mais e mais países a impor controles de câmbio e de capital, e também tarifas protecionistas e outras restrições comerciais, numa aposta inútil de preservar a riqueza nacional à custa da barganha internacional. No dia 19 de outubro de 1921, por exemplo, o governo chinês declarou falência e começou a não efetuar o pagamento de quase todas as dívidas externas chinesas. Foi uma

história que se repetiu no mundo inteiro, de Xangai a Santiago, de Moscou à Cidade do México. No final dos anos 1930, a maioria dos países do mundo, incluindo aqueles que mantiveram sua liberdade política, impôs restrições sobre o comércio, a imigração e os investimentos, algo que era de se esperar. Alguns conseguiram uma quase total autossuficiência econômica (autarcia), o ideal de uma sociedade desglobalizada. Consciente ou inconscientemente, durante o período de paz entre as guerras, todos os governos usaram as restrições econômicas que tinham sido impostas pela primeira vez entre 1914 e 1918.

As origens da I Guerra Mundial ficaram claramente visíveis – logo depois que ela irrompeu. Somente então o líder bolchevique, Lênin, viu que a guerra era uma consequência inevitável de rivalidades imperialistas. Somente então os americanos liberais compreenderam que a diplomacia secreta e o emaranhado de alianças europeias eram a principal causa do conflito. Os britânicos e os franceses, naturalmente, culparam os alemães; os alemães culparam os britânicos e os franceses. Há mais de noventa anos, os historiadores vêm refinando e modificando esses argumentos. Alguns localizaram as origens da guerra na corrida do poder naval de meados dos anos 1890; outros historiadores a eventos nos Bálcãs depois de 1907. Então, por que, quando essas causas atualmente parecem tão numerosas e tão óbvias, os contemporâneos ficaram tão desatentos ao Armagedon, até poucos dias antes do seu advento? Uma resposta possível é que sua visão estava obliterada por uma mistura de liquidez abundante e da passagem do tempo. A combinação da integração global e da inovação financeira tinha feito o mundo parecer animadoramente seguro para os investidores. Além disso, 34 anos já tinham transcorrido desde a última guerra europeia importante, entre a França e a Alemanha, e ela tinha sido misericordiosamente curta. Do ponto de vista geopolítico, sem dúvida, o mundo era tudo, menos um lugar seguro. Qualquer leitor do *Daily Mail* poderia ver que a corrida armamentista europeia e a rivalidade imperial poderiam, mais dia menos dia, provocar uma guerra importante e severa; de fato, havia um subgênero inteiro de ficção popular baseada em guerras imaginárias anglo-alemãs. Mas as luzes nos mercados financeiros estavam piscando verde, não vermelho, até às vésperas da destruição.

Aqui pode haver uma lição para a nossa época, também. A primeira era de globalização financeira demorou pelo menos uma geração inteira para se materializar. Mas foi destruída em pedaços, numa questão de dias. E seriam necessárias mais de duas gerações para consertar o dano causado pelos canhões de agosto de 1914.

Pistoleiros Econômicos

Dos anos 1930 até o final dos 1960, as finanças internacionais e a ideia da globalização ficaram adormecidas – alguns até as consideraram mortas.[53] Nas palavras do economista americano Arthur Bloomfield, escrevendo em 1946:

> Agora é uma doutrina altamente respeitável, em círculos acadêmicos e bancários, semelhantemente, que uma substancial medida de controle direto sobre os movimentos do capital privado, sobretudo as chamadas variedades perigosas do dinheiro, será desejável para a maioria dos países, não somente nos anos imediatamente subsequentes, mas também a longo prazo... Essa *volte-face* doutrinária representa uma desilusão disseminada que resultou do comportamento destrutivo desses movimentos nos anos entre as duas guerras.[54]

Em Bretton Woods, nas White Mountains, de New Hampshire, os Aliados, que logo seriam vitoriosos, se reuniram em julho de 1944 para engendrar uma nova arquitetura financeira para o mundo pós-guerra. Nessa nova ordem, o comércio seria progressivamente liberalizado, mas as restrições aos movimentos do capital seriam mantidas. As taxas de câmbio seriam fixas, como sob o padrão ouro, mas agora a âncora – a moeda de reserva internacional – seria o dólar, e não mais o ouro (embora o próprio dólar fosse permanecer nocionalmente conversível em ouro, do qual vastas quantidades permaneciam, imóveis, mas totêmicas, em Fort Knox). Nas palavras de Keynes, um dos arquitetos-chave do sistema de Bretton Woods, o "controle dos movimentos do capital" seria uma "característica permanente do sistema pós-guerra".[55] Até mesmo os turistas seriam proibidos de viajar para o exterior com mais do que uma determinada quantidade de dinheiro, caso seus governos se sentissem incapazes de converter suas moedas. Quando somas de capital fluíam através das fronteiras nacionais, elas iam diretamente de governos para governos, como o Plano Marshall,** que ajudou a devastada Europa ocidental a renascer, entre 1948 e 1952.[56] As duas "irmãs" guardiãs dessa nova ordem seriam estabelecidas em Washington D.C., a capital do "mundo livre": o Fundo Monetário Internacional/FMI e o Banco Internacional para a Reconstrução e o Desenvolvimento/BIRD, mais tarde conhecido (em combinação com a Associação do Desenvolvimento Internacional) como Banco Mundial. Nas palavras do atual presidente do Banco Mundial, Robert Zoellick, "o FMI supostamente deveria regulamentar as taxas de câmbio. A instituição que acabaria se transformando no Banco Mundial deveria supostamente ajudar a reconstruir os países despedaçados pela guerra. O comércio livre seria retomado e revivido. Mas o fluxo livre de capital ficou de fora". Assim, no quartel subsequente do século, os governos resolveram o chamado "trilema", de acordo com o qual um país poderia escolher duas entre três opções políticas:

1. completa liberdade de movimentação de capital entre as fronteiras;
2. uma taxa fixa de câmbio;
3. uma política monetária independente, orientada para os objetivos domésticos.[57]

Sob o acordo de Bretton Woods, os países do mundo ocidental optaram pelas opções 2 e 3. De fato, a tendência foi para o maior arrocho dos controles do capital, e não do afrouxamento, na medida em que o tempo foi passando. Um bom exemplo é a Interest Equalization Act [Lei de Equalização de Juros], aprovada pelos Estados Unidos em 1963, que

foi expressamente desenhada para desencorajar os americanos a investirem em ações estrangeiras. Mas sempre houve uma qualidade insustentável no sistema de Bretton Woods. Para o chamado Terceiro Mundo, as várias tentativas de replicar o Plano Marshall através de programas de ajuda de governo para governo se provaram profundamente desapontadoras. Com o tempo, a ajuda externa americana, em particular, se viu limitada a condições políticas e militares que nem sempre tinham como alvo o interesse dos países que recebiam ajuda. Mesmo que não tivesse sido o caso, é duvidoso que injeções de capital, do tipo imaginado por economistas americanos como Walt Rostow,*** fossem a solução para os problemas da maioria das economias africanas, asiáticas e latino-americanas. Muita ajuda externa foi distribuída aos países pobres, mas a maior parte dela foi perdida, extraviada ou roubada.[58] Enquanto o sistema Bretton Woods conseguiu, com sucesso, gerar uma nova riqueza ao facilitar a recuperação da Europa ocidental, ele só poderia frustrar aqueles investidores que enxergavam o risco nos excessivos preconceitos das metas. E, ao mesmo tempo que ele permitiu que os países subordinassem a política monetária ao objetivo do pleno emprego, criou conflitos potenciais entre as opções 2 e 3 do trilema. No final dos anos 1960, os *deficits* do setor público americano eram insignificantes pelos padrões atuais, mas grandes o bastante para provocar reclamações da França, que Washington estava explorando seu *status* de reserva de moeda para colher uma senhoriagem dos credores estrangeiros da América ao imprimir dólares, exatamente como os monarcas medievais tinham explorado seu monopólio na cunhagem para degradar a moeda. Em 1971, a decisão do governo Nixon de cortar o elo final com o padrão ouro (ao acabar com a convertibilidade do dólar pelo ouro) soou como o dobrar dos sinos da morte para Bretton Woods.[59] Quando a Guerra Árabe-Israelense e o embargo do petróleo explodiram em 1973, a maioria dos bancos centrais acomodou o choque do preço com maiores facilidades para o crédito, o que provocou, precisamente, a crise inflacionária que Jacques Rueff, conselheiro do general De Gaulle, temera.[60]

Com as moedas fluindo novamente, e mercados *offshore* florescendo, como o dos títulos europeus, os anos 1970 assistiram a um renascimento da exportação do capital não governamental. Em particular, houve uma corrida dos bancos ocidentais para reciclar os crescentes excedentes dos países exportadores de petróleo. A região que os banqueiros escolheram para emprestar os petrodólares do Oriente Médio foi uma velha favorita. Entre 1975 e 1982, a América Latina quadruplicou seus empréstimos do estrangeiro, de US$ 75 bilhões para mais de US$ 315 bilhões. Os países do Leste Europeu também entraram no mercado da dívida do capital, um sinal seguro do subsequente desastre do bloco comunista. Então, em agosto de 1982, o México declarou que não mais seria capaz de pagar sua dívida. Um continente inteiro oscilou à beira da declaração da falência. Mas tinha passado o tempo em que os investidores podiam esperar confiantemente que seus governos enviassem esquadras de guerra quando um governo estrangeiro se comportasse mal. Agora, o papel do policiamento financeiro era feito por dois bancos desarmados, o Fundo Monetário Internacional, o FMI, e o Banco Mundial. Sua nova divisa se tornou “condicionalidade”: sem

reformas, nada de dinheiro. Seu mecanismo preferencial foi o programa de ajuste estrutural. E as políticas que os países devedores tiveram que adotar se tornaram conhecidas como o Consenso de Washington, uma lista de dez políticas econômicas que teriam alegrado o coração de um administrador imperial britânico um século antes.**** A primeira política da lista era impor a disciplina fiscal para reduzir ou eliminar os *deficits*. A base do imposto seria ampliada e as taxas do imposto diminuídas. O mercado definiria as taxas de juros e as de câmbio. O comércio seria liberalizado e assim também, crucialmente, os fluxos do capital. De repente, o dinheiro "quente" – ou seja, os recursos financeiros de curtíssimo prazo –, que tinha sido proscrito em Bretton Woods, estava quente de novo, e na ordem do dia.

Para alguns críticos, entretanto, o Banco Mundial e o FMI não eram muito melhores do que os agentes do velho imperialismo ianque. Quaisquer empréstimos do FMI, ou do Banco Mundial, como afirmavam, seriam simplesmente usados para comprar produtos americanos de empresas americanas – com frequência, armas para manter ditaduras ou oligarquias corruptas no poder. Os custos do "ajuste estrutural" seriam arcados pelos seus indefesos cidadãos. E os líderes do Terceiro Mundo que saíssem da linha logo se veriam em dificuldades. Esses argumentos se tornaram muito populares, em particular nos anos 1990, quando os protestos contra a globalização se tornaram características regulares de reuniões internacionais. Quando articuladas em cartazes, ou em barulhentos cantos por multidões de jovens ocidentais bem alimentados, essas noções são relativamente fáceis de ser desconsideradas. Mas, quando acusações similares são lançadas em instituições como a de Bretton Woods por antigos *insiders*, elas merecem um exame mais afiado e mais refinado.

Quando era o economista chefe da Chas. T. Main, Inc., empresa sediada em Boston, afirma John Perkins, sua função era assegurar que o dinheiro emprestado a países como o Equador e Panamá, pelo FMI ou pelo Banco Mundial, seria usado para a compra de produtos supridos por corporações americanas. De acordo com Perkins, os "assassinos econômicos", como ele próprio, "eram treinados... para construir o império americano... para criar situações nas quais tantos recursos quanto possíveis fluíssem para este país, para as nossas corporações, para os nossos governos":

> Este império, diferente de qualquer outro na história do mundo, tem sido construído basicamente através da manipulação econômica, através de trapaças e de embustes, através de fraudes, através da sedução de povos para a nossa maneira de viver, através de pistoleiros econômicos... Meu verdadeiro trabalho... era conceder empréstimos a outros países, empréstimos imensos, muito maiores do que eles jamais poderiam pagar... Então, concedemos esse grande empréstimo, a maior parte volta para os Estados Unidos, o país fica com a dívida e com um pacote pesado de juros, e eles basicamente se tornam nossos servos, nossos escravos. É um império. Não existem duas maneiras de pensar sobre isso. É um imenso império.[61]

De acordo com o livro de Perkins, *Confissões de um assassino econômico*, dois líderes latino-americanos, Jaime Roldós Aguilera, do Equador, e Omar Torrijos, do Panamá, foram assassinados em 1981 porque se opuseram ao que ele chama de "aquela fraternidade de corporações, governos e presidentes de bancos cujo objetivo é o império global".[62] Na

verdade, existe algo nessa história que parece um pouco estranho. Os Estados Unidos não emprestaram muito dinheiro ao Equador e ao Panamá. Nos anos 1970, o total desses empréstimos era de apenas US$ 96 milhões e de US$ 197 milhões, respectivamente, menos de 0,4% do total das verbas e dos empréstimos americanos. E o Equador e o Panamá não eram importantes fregueses dos Estados Unidos. Em 1990, eles significavam, respectivamente, 0,17% e 0,22% do total das exportações americanas. Essas não parecem cifras pelas quais se mataria. Como Robert Zoellick esclarece: “O FMI e o Banco Mundial emprestam dinheiro para países em crise, não para países que oferecem grandes oportunidades para a América corporativa”.

Jaime Roldós Aguilera, do Equador...

... e Omar Torrijos, do Panamá: supostamente, vítimas de “pistoleiros econômicos”

Apesar disso, a acusação de neoimperialismo se recusa a desaparecer. De acordo com o ganhador do Nobel, o economista Joseph Stiglitz, que foi o economista chefe do Banco Mundial entre 1997 e 2000, o FMI nos anos 1980 não apenas “defendia a supremacia do mercado com fervor ideológico”, mas também “tinha uma visão bastante imperialista” do seu próprio papel. Além disso, Stiglitz argumenta: “muitas das políticas que o FMI empurrou goela abaixo dos países, em particular a liberalização prematura do mercado de capital, contribuíram para a instabilidade global... Os empregos têm sido sistematicamente destruídos... [por causa] do influxo de recursos financeiros de curtíssimo prazo, para dentro e para fora do país, que com tanta frequência acontece depois que a liberalização do mercado de capital deixa uma devastação no seu rastro... Mesmo aqueles países que tiveram algum desenvolvimento limitado viram os benefícios ser acumulados pelos prósperos, os ricos e sobretudo para os muito ricos”.[63] Em sua animosidade contra o FMI (e contra Wall Street), Stiglitz fecha os olhos para o fato de que não foram apenas essas instituições que ficaram a favor de um retorno da liberdade de movimentos do capital nos anos 1980. Foi realmente a Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico, a OCDE, que abriu o caminho liberalizante, seguida pela Comissão Europeia e pelo Conselho Europeu (depois da conversão dos socialistas franceses, como Jacques Delors e Michel Camdessus). De fato, supostamente houve um Consenso de Paris antes de um Consenso de Washington (embora, de muitas maneiras, ele tivesse sido construído sobre um Consenso de Bonn, muito anterior, a

favor dos mercados de capital livre).64 Também em Londres, o governo de Margaret Thatcher empurrou vigorosamente a liberalização da conta de capital, de forma unilateral, sem qualquer respaldo dos Estados Unidos. Ao contrário, foi a administração Reagan que seguiu atrás da liderança de Thatcher.

A maior reclamação de Stiglitz contra o FMI é que ele reagiu errado à crise financeira asiática de 1997, emprestando um total de US$ 95 bilhões a países em dificuldade, mas com a imposição de condições no estilo do Consenso de Washington (altas taxas de juros, menores *deficits* governamentais), que verdadeiramente serviram para piorar a crise. Essa é uma opinião compartilhada parcialmente por, entre outros, o economista e colunista Paul Krugman.[65] Não existe qualquer dúvida sobre a gravidade da crise dos anos 1997 e 1998. Em países como a Indonésia, a Malásia, a Coreia do Sul e a Tailândia houve uma recessão severa em 1998. Mas nem Stiglitz nem Krugman oferecem uma análise convincente de como a crise do Leste Asiático poderia ter sido mais bem administrada sob o padrão de linhas keynesianas, com as moedas flutuando livremente e o aumento dos *deficits* dos governos – com a permissão do FMI. Nas palavras ásperas de uma carta aberta para Stiglitz, de Kenneth Rogoff, que se tornou o economista chefe do FMI depois da crise asiática:

> Os governos, em geral, chegam ao FMI para pedir ajuda financeira quando estão tendo dificuldades de encontrar compradores para sua dívida e o valor da sua moeda nacional está caindo. A prescrição stiglitziana é a de aumentar... os *deficits* fiscais, ou seja, emitir mais papéis da dívida e imprimir mais dinheiro. Você parece acreditar que, se um governo em apuros emitir mais dinheiro, seus cidadãos repentinamente vão achá-lo mais valioso. Você parece acreditar que, quando os investidores não querem mais absorver a dívida de um governo, tudo que se precisa fazer é aumentar a oferta, e ela venderá que nem pão fresco. Nós, no – não, leia nós, sobre o planeta Terra – temos considerável experiência sugerindo fazer o contrário. Nós – os habitantes da Terra – descobrimos que, quando um país em dificuldade fiscal tenta escapar imprimindo mais dinheiro, a inflação sobe, com frequência descontroladamente... As leis da economia podem ser diferentes no seu pedaço do quadrante gama, mas por aqui descobrimos que, quando um governo quase falido deixa de restringir, de modo verossímil, o perfil do tempo dos seus *deficits* fiscais, as coisas geralmente ficam piores, e não o contrário.[66]

Nem ficou claro se a imposição temporária dos controles do capital da Malásia, em 1997, fez uma diferença significativa para o desempenho da economia durante a crise. Krugman, pelo menos, reconhece que as instituições fiscais do Leste Asiático, que tomaram empréstimos de curto prazo em dólares, mas emprestaram a moeda local a longo prazo (com frequência para companheiros políticos), tiveram grande parte da responsabilidade pela crise. Mas sua conversa sobre a volta da economia da Grande Depressão agora parece exagerada. Nunca houve uma depressão no Leste Asiático (exceto talvez no Japão, que dificilmente poderia ser descrito como uma vítima das malfeitorias do FMI). Depois do choque de 1998, todas as economias afetadas voltaram rapidamente para um crescimento econômico – de fato, um crescimento tão rápido que, em 2004, alguns analistas estavam se perguntando se as “duas irmãs” de Bretton Woods ainda tinham um papel para desempenhar como credoras internacionais.[67]

Na verdade, os anos 1980 assistiram ao aparecimento de um tipo completamente diferente

de pistoleiros econômicos, muito mais intimidador do que aqueles retratados por Perkins, precisamente porque jamais tiveram sequer que contemplar o recurso à violência para conseguir realizar seus objetivos. Para essa nova geração, ter um golpe de sorte significava ganhar um bilhão de dólares numa única especulação bem-sucedida. Quando a Guerra Fria estava se esvaindo, esses pistoleiros econômicos não tinham qualquer interesse real em seguir a agenda imperialista americana; pelo contrário, suas inclinações declaradas políticas eram mais frequentemente liberais do que conservadoras. Eles não trabalhavam para instituições do setor público, como o FMI ou o Banco Mundial. Pelo contrário, administravam negócios que eram inteiramente privados, de tal maneira que sequer eram citados nas bolsas de valores. Esses negócios eram chamados fundos *hedge*, que primeiro encontramos como uma forma de administração de risco no Capítulo 4. Como a ascensão da China, o crescimento ainda mais rápido dos fundos *hedge* tem sido uma das maiores oportunidades que a economia global testemunhou desde a II Guerra Mundial. Como consórcios de capital levemente regulado,[*****] e altamente móvel, os fundos *hedge* exemplificam o retorno de recursos financeiros de curtíssimo prazo – o “hot money” – depois do grande resfriamento que prevaleceu entre o começo da Grande Depressão e o final de Bretton Woods. E o reconhecido *capo dei capi* dos novos pistoleiros econômicos tem sido George Soros. Não foi por coincidência que, quando o primeiro-ministro da Malásia, Mahathir bin Mohamad, quis culpar alguém, além de si mesmo, pela crise da moeda que afetou o *ringgit* em agosto de 1997, foi a Soros, e não o FMI, que ele chamou de “degenerado”.

George Soros: *capo dei capi* dos fundos *hedge*, e mestre da reflexividade

Um judeu húngaro de nascimento, embora educado em Londres, George Soros emigrou para os Estados Unidos em 1956. Ali fez sua reputação como analista, e depois como chefe de pesquisa na veneranda casa de Arnhold & S. Bleichroeder (descendente direta de um banco privado de Berlim que outrora administrou o dinheiro de Bismarck).[68] Como poderia se esperar de um intelectual centro-europeu – que chamou seu fundo de Quantum Fund, em homenagem ao princípio da incerteza do físico Werner Heisenberg –, Soros se considera mais um filósofo que um pistoleiro econômico. Seu livro *A alquimia das finanças*, de 1987, começa com uma crítica ousada das suposições fundamentais da economia, como uma matéria, refletindo a influência do filósofo Karl Popper, no começo do seu desenvolvimento intelectual.[69] De acordo com a teoria de estimação de Soros sobre a "reflexividade", os mercados financeiros não podem ser considerados perfeitamente eficientes, porque os preços são reflexos da ignorância e das preferências, ou tendências, muitas vezes irracionais, de milhões de investidores. "Não somente os participantes do mercado operam com preferências", Soros argumenta, "mas suas preferências podem também influenciar o curso dos acontecimentos. Isso pode criar a impressão de que os mercados antecipam desenvolvimentos futuros de maneira acurada, mas, de fato, não são as expectativas presentes que correspondem aos acontecimentos futuros, mas os futuros acontecimentos que são moldados pelas expectativas presentes."[70] É o efeito retroalimentação – quando as preferências, ou as propensões, dos investidores afetam os resultados do mercado que, por sua vez, mudam as preferências dos investidores, que novamente afetam os resultados do mercado – que Soros chama de reflexividade. Como ele explica no seu livro mais recente:

> ... os mercados jamais atingem o equilíbrio postulado pela teoria econômica. Existe uma conexão reflexiva de mão dupla entre a percepção e a realidade, que pode favorecer o aparecimento de processos inicialmente autoconsolidados, mas eventualmente de processos de *booms* e implosões, ou bolhas, que causam seus próprios fracassos. Cada bolha consiste de uma tendência e de uma concepção errônea, que interagem numa maneira reflexiva.[71]

Originalmente urdido para garantir-se contra o risco do mercado com posições a descoberto,[******] que ganham dinheiro se o preço de uma ação despencar, um fundo *hedge* oferecia o perfeito veículo para Soros tirar partido dos seus *insights* sobre os mercados reflexivos. Devo enfatizar que Soros sabia também como ganhar dinheiro com contratos de venda a termo – ou seja, comprando ações na expectativa de aumentos futuros nos seus preços. Em 1969, ele investiu em contratos de venda a termo no mercado imobiliário. Três anos mais tarde, apostou em contratos com venda a termo em ações de bancos para decolar. Investiu em contratos de venda a termo no Japão, em 1971, e no petróleo, em 1972. Um ano mais tarde, quando essas apostas já estavam se pagando, ele deduziu, a partir das reclamações israelenses sobre a qualidade do armamento fornecido pelos Estados Unidos para a Guerra do Yom Kippur, que haveria a necessidade de pesados investimentos nas indústrias bélicas da América. Então, investiu em ações dessas indústrias, também em contratos de venda a termo.[72] Correto, correto, na mosca, certo, e na mosca novamente. Mas os maiores golpes de Soros

aconteceram por ter acertado sobre perdedores, não sobre ganhadores: por exemplo, a companhia telegráfica Western Union, em 1985, quando a tecnologia do fax ameaçou destruir seu negócio, e também o dólar americano, que despencou devidamente depois do acordo Group of Five's Plaza, de 22 de setembro de 1985.[73] Aliás, aquele 1985 foi um *annus mirabilis* para Soros, que viu seu fundo crescer 122%. Mas a maior de todas as suas posições a descoberto acabou sendo uma das apostas mais momentosas na história financeira britânica.

A força do destino: o ministro das Finanças, Norman Lamont, anuncia a saída da libra do European Exchange Rate Mechanism, ERM, no dia 16 de setembro de 1992

Admito que tenho um capital investido nos eventos da quarta-feira, 16 de setembro de 1992. Naquela época, eu tinha dois empregos, como editor num jornal, e *junior lecturer* em Cambridge, e acabei convencido de que especuladores como Soros poderiam derrotar o Banco da Inglaterra, se chegasse a um momento decisivo relacionado com as suas ações. Era aritmética simples: um trilhão de dólares sendo negociado diariamente em mercados de câmbio *versus* as reservas insuficientes de moeda forte do banco inglês. Soros raciocinou que os custos crescentes da reunificação alemã iriam aumentar as taxas de juros e, por causa disso, afetar o marco alemão. Isso tornaria insustentável a política do governo conservador de seguir de perto a moeda alemã – política formalizada quando a Grã-Bretanha ingressou no European Exchange Rate Mechanism (ERM), em 1990. Quando as taxas de juros subissem, a economia britânica sofreria o impacto. Mais cedo ou mais tarde, o governo seria forçado a sair da ERM, e a desvalorizar a libra. Tão seguro estava Soros que a libra despencaria que, em última análise, ele apostou US$ 10 bilhões, mais do que todo o capital do seu fundo, numa série de

transações, pelas quais ele efetivamente fez empréstimos em libras no Reino Unido, e investiu na moeda alemã, no preço pré-16 de setembro, de cerca de 2,95 marcos alemães.[74] Eu também estava seguro de que a libra seria desvalorizada, embora tudo que eu tivesse para apostar fosse a minha credibilidade. E aconteceu que o editor da City (de investimentos) do jornal para o qual eu escrevia, não concordou comigo. Naquela noite, depois de ser intimidado na reunião matinal de trabalho com esse editor, eu fui à English National Opera para assistir *La forza del destino*, de Verdi. Acabou sendo uma escolha altamente apropriada. Durante o intervalo, alguém anunciou que a Grã-Bretanha acabara de se retirar da ERM. Todos aplaudimos – e ninguém mais animadamente do que eu (exceto possivelmente George Soros) Seu fundo fez mais de um bilhão de dólares quando a libra despencou – em última análise, por 20% –, permitindo que Soros pagasse os empréstimos em libra que fizera, mas a uma nova taxa de câmbio mais baixa, e embolsasse a diferença. E aquela transação significou apenas 40% dos seus lucros naquele ano.[75]

O sucesso do Quantum Fund foi assombroso. Se alguém tivesse investido US$ 100.000 com Soros em 1969, quando ele estabeleceu seu segundo fundo (Double Eagle, o primeiro nome do Quantum), e tivesse reinvestido todos os dividendos, eles valeriam US$ 130 milhões em 1994, com uma média de crescimento anual de 35%.[76] As diferenças essenciais entre os velhos e os novos pistoleiros econômicos eram duas: a primeira, a fria e calculada ausência de lealdade a qualquer país em particular – o dólar e a libra poderiam, ambos, dar curto-circuito com impunidade; a segunda, a mera escala do dinheiro que esses novos pistoleiros dispõem para jogar no mercado. “Qual é o tamanho da sua posição?”, Soros perguntou uma vez ao seu sócio, Stanley Druckenmiller. “Um bilhão de dólares”, Druckenmiller respondeu. “E você chama isso de posição?”, foi a réplica sarcástica de Soros.[77] Para Soros, se uma aposta parecer tão boa quanto a sua aposta contra a libra em 1992, então a máxima alavancagem deve ser usada. Seu fundo *hedge* foi o pioneiro da técnica de pedir empréstimos a bancos de investimento para especular em posições compradas ou a descoberto muito acima do capital do próprio fundo.

Mas houve limites ao poder dos fundos *hedge*. Num determinado nível, Soros e os da sua espécie provaram que os mercados eram mais poderosos do que qualquer governo, ou qualquer banco central. Mas isso não era o mesmo que dizer que os fundos *hedge* sempre poderiam comandar os mercados. Soros deveu seu sucesso ao seu instinto afiadíssimo sobre a direção da “manada eletrônica”. Entretanto, mesmo os seus instintos afiados (frequentemente sinalizados por um espasmo de dor nas costas) podem errar algumas vezes. A reflexividade, como ele próprio reconhece e admite, é um caso especial; ela não regula os mercados durante todas as semanas do ano. O que aconteceria, então, se os instintos puderem, de alguma maneira, ser substituídos pela matemática? E se você conseguir escrever uma fórmula algébrica infalível para lucros de dois dígitos? No outro lado do mundo – de fato, no outro lado da galáxia financeira –, parece que essa fórmula acabou de ser descoberta.

Imagine outro planeta – um planeta sem todas as fricções complicadoras causadas por seres humanos subjetivos e, algumas vezes, irracionais. Um planeta onde os habitantes fossem oniscientes e perfeitamente racionais; onde eles absorvessem instantaneamente todas as novas informações, e as usassem para maximizar os lucros; onde eles nunca parassem de negociar; onde os mercados fossem contínuos, sem atritos e com liquidez completa. Os mercados financeiros nesse planeta se moveriam numa "marcha aleatória", significando que os preços de cada dia seriam bastante desconexos e não relacionados ao dia anterior, mas refletiriam toda e qualquer informação relevante disponível. Os lucros das bolsas de valores do planeta seriam, em geral, distribuídos ao longo da curva do sino (ver Capítulo 3), com a maioria dos anos agrupados estreitamente em torno da média, e dois terços deles dentro de um desvio padrão do meio. Nesse mundo, uma venda "desvio padrão 6" seria tão comum quanto uma pessoa mais baixa do que 0,45 cm em nosso mundo. Ela aconteceria apenas uma vez em 4 milhões de anos de transações.[78] Esse foi o planeta imaginado por alguns dos mais brilhantes economistas financeiros dos tempos modernos. Talvez não seja de todo surpreendente que o planeta acabou parecido com Greenwich, em Connecticut, um dos lugares mais amenos da Terra.

Em 1993, dois gênios matemáticos chegaram a Greenwich com uma grande ideia. Trabalhando próximo a Fisher Black, do Goldman Sachs, Myron Scholes, da Stanford, desenvolvera uma nova teoria revolucionária para o apreçamento de opções. Naquele momento, ele e um terceiro economista, Robert Merton, da Harvard Business School, esperavam transformar o chamado modelo Black-Scholes numa máquina de fazer dinheiro. O ponto de partida do seu trabalho, como acadêmicos, tinha sido o instrumento financeiro, estabelecido há longo tempo, conhecido como contrato de opção, que (como vimos no Capítulo 4) funciona desse jeito. Se uma determinada ação vale, digamos, US$ 100 hoje, e acredito que ela pode valer mais no futuro, digamos US$ 200, em um ano, seria ótimo ter a opção para comprá-la naquela futura data por, digamos, US$ 150. Se estiver certo, eu ganho e lucro. Se não estiver certo, bem, era só uma opção, vamos esquecer o assunto. O único custo era o preço da opção, que o vendedor embolsa. A grande questão era a que preço deveria ser.

Os *quants* – os analistas matematicamente qualificados com Ph. Ds. – de vez em quando se referem ao modelo Black-Scholes para apreçar opções como uma caixa-preta. Vale a pena olhar e esmiuçar essa caixa-preta. A questão é, para repetir, como definir o preço de uma opção para comprar uma determinada ação, numa determinada data no futuro, levando em conta o movimento imprevisível do preço da ação no período interveniente. Calcule com exatidão o preço daquela opção, em vez de apenas se basear em conjeturas, suposições ou adivinhações, e você verdadeiramente merece o título de "cientista de foguete". Black e Scholes raciocinaram que o preço da opção dependia de cinco variáveis: o preço corrente de mercado da ação (S); o preço futuro concordado, pelo qual a opção poderia ser exercida (X);

a data da expiração da opção (T); a taxa sem risco do lucro, na economia como um todo (r); e – a variável crucial – a volatilidade anual esperada da ação, ou seja, a série de flutuações prováveis do seu preço, entre o tempo da compra e a data da expiração (s – a letra grega sigma). Com uma mágica matemática maravilhosa, Black e Scholes reduziram o preço da opção (C) a essa fórmula:

$$C = SN(d_1) - Xe^{-rT}N(d_2)$$

onde

$$d_1 = \frac{\log\left(\frac{S}{X}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)T}{\sigma\sqrt{T}} \quad \text{e} \quad d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T}$$

Está se sentindo um pouco atarantado? Não consegue seguir a álgebra? Para ser honesto, eu também estou atarantado. Mas ela caiu como uma luva para os *quants*. Para ganhar dinheiro deste *insight*, eles precisavam que os mercados estivessem cheios de pessoas que não tivessem a menor ideia sobre o apreçamento de opções, mas que se baseassem em seus instintos – raramente precisos. Também precisavam de um poderoso computador, uma força que vinha transformando os mercados financeiros desde o começo dos anos 1980. Tudo que eles precisavam, então, era de um sócio com alguma compreensão do mercado, para poder dar o salto do clube universitário para o aquário das negociações, o *trading floor*. Golpeado por um câncer, Fisher Black não pôde ser sócio. Em vez dele, Merton e Scholes procuraram John Meriwether, o antigo chefe do grupo de arbitragem de títulos do Salomon Brothers, que ganhou sua primeira fortuna na desintegração dos Savings and Loans, no final dos anos 1980. A firma que eles criaram, em 1994, foi chamada de Long-Term Capital Management [Administração de Capital a Longo Prazo].

Parecia o time de todos os sonhos: dois dos mais brilhantes *quants* da academia, associados à superestrela do ex-Salomon, mais um antigo vice-presidente do Federal Reserve, David Mullins, outro ex-professor de Harvard, Eric Rosenfeld, e um pequeno bando de ex-corretores do Salomon (Victor Haghani, Larry Hilibrand e Hans Hufschmid). Os investidores da LTCM atraídos para seu fundo eram os grandes bancos, principalmente, entre os quais o Merrill Lynch, banco de investimento de Nova York, e o Julius Baer, um banco privado suíço. Um retardatário à festa foi outro banco suíço, o UBS.[79] O investimento mínimo era de US$ 10 milhões. Como compensação, os sócios ficariam com 2% das ações sob sua administração e 25% dos lucros (atualmente, a maioria dos fundos *hedge* cobra 2% e 20%, em vez de 2% e 25%).[80] O dinheiro dos investidores ficaria trancado durante três anos, antes que eles pudessem sair. E outra firma de Wall Street, Bear Stearns, ficaria pronta para executar quaisquer transações que a Long-Term quisesse fazer.

Nos seus dois primeiros anos, o fundo administrado pela LTCM fez meganegócios,

apresentando lucros (mesmo depois dos seus pesados honorários) de 43% e 41%. Se você tivesse investido US$ 10 milhões na Long-Term, em março de 1994, eles estariam valendo um pouco mais de US$ 40 milhões, quatro anos depois. Em setembro de 1997, o capital líquido do fundo era de US$ 6,7 bilhões. A participação dos sócios cresceu por um fator de mais de dez. É claro que, para gerar esses lucros imensos no sempre crescente *pool*, ou consórcio de ações sob sua administração, a Long-Term tinha que fazer empréstimos, como George Soros. Essa alavancagem adicional lhes permitiu apostar mais do que o seu próprio dinheiro. No final de agosto de 1997, o capital do fundo era de US$ 6,7 bilhões, mas as ações financiadas por dívidas do seu balanço patrimonial somavam US$ 126, um coeficiente de ações para capital de 19 para 1.[81] Em abril de 1998, o balanço patrimonial tinha atingido US$ 134 bilhões. Quando falamos em estar altamente equipados, a maioria dos acadêmicos se refere às suas bicicletas. Mas, quando Merton e Scholes o faziam, eles queriam dizer que a Long-Term estava tomando emprestada a maior parte do dinheiro que usava nas suas transações. Não que essa pilha de dinheiro os assustasse. Seus modelos matemáticos diziam que não havia quase nenhum risco envolvido. Para começar, eles estavam seguindo simultaneamente múltiplas estratégias de negociação, não relacionadas: cerca de cem dessas estratégias, com um total de 7.600 posições.[82] Uma poderia dar errado, ou duas. Mas todas essas apostas diferentes não poderiam dar errado simultaneamente. Aquela era a beleza de um *portfolio* diversificado – outro *insight*-chave da teoria financeira moderna, que tinha sido formalizada por Harry M. Markowitz, um economista formado pela Chicago University da Rand Corporation, no começo dos anos 1950, e mais tarde aperfeiçoado pelo Capital Asset Price Model/CAPM [Modelo de Preço de Ação e Capital], de William Sharpe.[83]

A Long-Term ganhou dinheiro explorando as discrepâncias dos preços em mercados múltiplos; no mercado de hipotecas residenciais de taxa fixa; nos mercados de títulos governamentais americanos, japoneses, e europeus; no mercado mais complexo de *swaps*******[*] (conversões) de taxa de juros – em qualquer lugar, na verdade, onde os seus modelos encontrassem uma anomalia de apreçamento, na qual duas ações ou opções fundamentalmente iguais tivessem preços fracionariamente diferentes. Mas a maior aposta que a firma fez, e a mais obviamente baseada na fórmula Black-Scholes, foi vender ações das bolsas de valores dos Estados Unidos e da Europa em contratos de longo prazo; em outras palavras, a LTCM deu opções às pessoas, opções que elas poderiam exercer se houvesse grandes movimentos nos preços das ações no futuro. Os preços que essas opções estavam auferindo, em 1998, de acordo com a fórmula Black-Scholes, subentendiam uma volatilidade futura anormalmente elevada, de cerca de 22% ao ano. Acreditando que aquela volatilidade de fato se moveria na direção da sua média recente de 10%-13%, a Long-Term empilhou essas opções em grande quantidade e as vendeu barato. Os bancos que queriam se proteger contra uma volatilidade maior – por exemplo, outra crise no mercado de ações, como em 1987 – foram os felizes compradores. A Long-Term vendeu tantas opções que as pessoas começaram a chamar a firma de Banco Central da Volatilidade.[84] No pico, eles tinham US$ 40 milhões

montados em cada mudança de ponto percentual da volatilidade do patrimônio negociado no mercado americano.[85]

Parece arriscado? Os *quants* da Long-Term não achavam. Entre seus pontos de venda estava a afirmação de que eles eram um fundo de mercado neutro – em outras palavras, que não podiam ser atingidos por um movimento significativo de quaisquer mercados de ações, de títulos ou de moedas. A chamada dinâmica de precaução contra possíveis prejuízos (através de medidas compensatórias) lhes permitia vender as opções a um determinado índice de ações, evitando a exposição ao próprio índice. Além disso, o fundo não tinha qualquer exposição aos mercados emergentes. Era realmente como se a Long-Term estivesse em outro planeta, longe das mundanas subidas e descidas das finanças terrestres. De fato, os sócios começaram a se preocupar pelo fato de não estarem correndo riscos suficientes. Seu objetivo era um nível de risco correspondente a uma variação anual (desvio padrão) de 20% do seu ativo. Na prática, eles estavam operando perto da metade dessa porcentagem (significando que seu ativo estava flutuando para cima e para baixo, por não mais do que 10%).[86] De acordo com os modelos de Valor no Risco da firma, seria necessário um evento dez-sigma (em outras palavras, desvio padrão de 10) para provocar a perda de todo o capital da firma num único ano. Mas a probabilidade de um evento desses, os *quants* calcularam, era de 1 em $10^{2}4$ – na prática, zero.[87]

Em outubro de 1997, como para provar que a LTCM era realmente o Truste de Cérebros definitivo, Merton e Scholes receberam o Prêmio Nobel de Economia. Tão confiantes estavam eles e seus sócios que, no dia 31 de dezembro de 1997, pagaram US$ 2,7 bilhões aos investidores externos (subentendendo fortemente que eles deveriam se concentrar em administrar o seu próprio dinheiro).[88] Parecia que o intelecto tinha triunfado sobre a intuição, a ciência de foguetes sobre os riscos. Equipados com a sua caixa-preta mágica, os sócios da LTCM pareciam destinados a fazer fortunas maiores do que as dos sonhos mais loucos de George Soros. E então, apenas cinco meses depois, aconteceu algo que ameaçou explodir a tampa da caixa-preta dos ganhadores do Nobel. Por nenhuma razão imediatamente aparente, os mercados de patrimônio líquido afundaram, de modo que a volatilidade subiu, em vez de descer. E quanto mais alto foi a volatilidade – ela chegou a 27 em junho, mais do que o dobro da projeção da Long-Term –, mais dinheiro foi perdido. Maio de 1998 foi o pior mês da Long-Term: o fundo despencou 6,7%. Mas isso foi apenas o começo. Em junho ele caiu 10,1%. E quanto menos as ações do fundo valiam, mais sua alavancagem – o coeficiente da dívida para o capital – subia. Em junho, essa alavancagem chegara a 31 para 1.[89]

Na evolução, as grandes extinções tendem a ser causadas por choques externos, como um asteroide atingindo a Terra. Um grande meteoro atingiu Greenwich em julho de 1998 quando apareceu a notícia de que a Salomon Smith Barney (como o Salomon Brothers tinha sido renomeado depois da sua aquisição pela Travelers) estava fechando seu grupo de arbitragem de títulos nos Estados Unidos. Esse era o lugar onde John Meriwether tinha construído sua reputação em Wall Street, e um setor que vinha replicando virtualmente as estratégias de

negócios da LTCM. Claramente, os novos donos da firma não gostaram das perdas que estavam vendo desde maio. Então, na segunda-feira, dia 17 de agosto de 1998, o meteoro foi secundado por um gigante asteroide – não do espaço, mas de um dos mercados emergentes mais escamosos da terra quando, enfraquecido por convulsões políticas, receitas declinantes do petróleo e uma privatização atamancada, o enfermo sistema financeiro russo entrou em colapso. Um governo russo desesperado foi levado a não honrar o pagamento das suas dívidas (incluindo os títulos domésticos, nominados em rublos), alimentando os incêndios da volatilidade nos mercados financeiros do mundo.[90] Vinda no rastro da crise asiática do ano anterior, o calote russo teve um efeito contagioso sobre outros mercados emergentes e, de fato, em alguns mercados desenvolvidos também. O *spread* dos créditos explodiu.[********] As bolsas de valores mergulharam no vermelho. A volatilidade do patrimônio líquido atingiu 29%. No pico, ela chegou a 45%, que deixou implícito que os índices se moveriam a 3% a cada dia, durante os cinco anos seguintes.[91] Bem, isso supostamente não podia acontecer, não segundo os modelos de risco da Long-Term. Os *quants* disseram que era improvável que a Long-Term perdesse mais de US$ 45 milhões num único dia.[92] Na sexta-feira do dia 21 de agosto de 1998, o fundo perdeu US$ 550 milhões – 15% de todo seu capital, elevando sua alavancagem para 42:1.[93] Em Greenwich, seus negociadores olhavam fixamente, de queixo caído e olhos vítreos, para as telas dos seus monitores. Aquilo não podia estar acontecendo. Mas estava. Repentinamente, todos os diferentes mercados, nos quais a Long-Term tinha exposição a risco, começaram a se mover sincronizados, anulando a proteção oferecida pela diversificação. Em linguagem-*quant*, as correlações tinham sido destruídas, uma a uma. No final do mês, a Long-Term tinha perdido 44% do seu valor: um total de mais de US$ 1,8 bilhão.[94]

Agosto é geralmente um mês de poucas transações nos mercados financeiros. É verão no hemisfério norte, a maior parte das pessoas estava fora da cidade, e John Meriwether estava do outro lado do mundo, em Beijing. Voltou correndo para casa, e ele e seus sócios procuraram desesperadamente um cavaleiro de ouro para resgatá-los. Tentaram Warren Buffett, em Omaha, Nebrasca – a despeito do fato de que, apenas meses antes, a LTCM tinha cortado agressivamente as participações de curto prazo na companhia de Buffett, a Berkshire Hathaway. Ele declinou. No dia 24 de agosto, relutantemente tentaram um encontro com ninguém menos do que George Soros.[95] Foi a humilhação definitiva: os *quants* do Planeta Finanças implorando por socorro, por uma caução do homem mortal e profeta do irracional, da não quantificável reflexividade. Soros lembra que “ofereceu US$ 500 milhões a Meriwether, se ele conseguisse arranjar outros US$ 500 milhões de outra pessoa. Não pareceu provável...”. O JP Morgan ofereceu US$ 200 milhões. O Goldman Sachs também ofereceu ajuda. Mas os outros bancos não o fizeram. Suas mesas de transação cheiravam a sangue. Se a Long-Term fosse para o espaço, os bancos queriam apenas suas garantias, o notório colateral, e não comprar as posições da Long-Term. E tampouco deram a mínima se a volatilidade fosse para o espaço. No final, temeroso de que o colapso da Long-Term pudesse deslanchar uma desintegração generalizada em Wall Street, o Federal Reserve Bank de Nova York

intermediou apressadamente uma caução de US$ 3,625 bilhões, de quatorze bancos de Wall Street.[96] Mas, enquanto isso, os investidores originais – que incluíam alguns dos mesmos bancos, mas também alguns jogadores menores como a University of Pittsburgh – viram seus investimentos cair de US$ 4,9 bilhões, para apenas US$ 400 milhões. Os dezesseis sócios acabaram com US$ 30 milhões para todos eles, apenas uma fração da fortuna que tinham antecipado.

O que aconteceu? Por que Soros estava tão certo e os cérebros gigantes da Long-Term tão errados? Parte do problema foi precisamente que os fundadores extraterrestres da LTCM tinham despencado de volta no Planeta Terra com um estrondo. Lembra das assunções subjacentes à fórmula Black-Scholes? Os mercados são eficientes, significando que o movimento dos preços das ações não pode ser previsível; eles são contínuos, sem fricção e completamente líquidos; e os lucros das ações seguem a normal curva do sino da distribuição. Poderíamos afirmar que, quanto mais corretores aprendessem a usar a fórmula Black-Scholes, mais eficientes os mercados financeiros se tornariam.[97] Mas, como John Maynard Keynes observou uma vez, numa crise "os mercados podem permanecer irracionais por mais tempo do que você pode permanecer solvente". A longo prazo, pode ser que o mundo se torne mais como o Planeta Finanças, sempre serenamente lógico. A curto prazo, ainda era o mesmo velho e querido Planeta Terra, habitado por seres humanos irracionais, capazes de se mover repentinamente da avareza para o medo. Quando as perdas começaram a se acumular, muitos participantes simplesmente se retiraram do mercado, deixando a LTCM com um *portfolio* muito ilíquido de ações que não podiam ser vendidas por preço nenhum. Além disso, esse era um Planeta Terra ainda mais integrado, no qual o calote russo fez com que a volatilidade trespassasse o mundo inteiro. "Talvez o erro da Long-Term", refletiu Myron Scholes numa entrevista, "foi... o de não ter compreendido que o mundo está se tornando mais e mais global com o tempo." Meriwether repetiu quase a mesma coisa: "A natureza do mundo mudou, e nós não a reconhecemos."[98] Em particular, como muitas outras firmas tinham começado a copiar as estratégias da Long-Term, quando as coisas começaram a dar errado, não foi apenas o *portfolio* da LTCM que foi atingido; foi como se um *superportfolio* inteiro estivesse se esvaindo numa hemorragia.[99] Houve uma corrida precipitada para as saídas, com os gerentes dos grandes bancos insistindo para que as posições fossem fechadas a qualquer preço. Repentinamente tudo despencou ao mesmo tempo. Como um dos principais administradores de fundo *hedge* de Londres disse a Meriwether, mais tarde: "John, você era a correlação".

Houve, entretanto, outra razão que explica por que a LTCM fracassou. Os modelos de "valor no risco" (VaR) da firma havia subentendido que a perda que a firma sofrera em agosto era tão improvável que nunca deveria ter acontecido na vida inteira do universo. Mas aquela perda aconteceu porque os modelos estavam trabalhando com apenas cinco anos de dados válidos. Se os modelos tivessem retrocedido onze anos, teriam capturado o colapso do mercado de ações de 1987. E, se tivessem retrocedido oitenta anos, teriam fisgado o último grande calote da Rússia, depois da Revolução de 1917. O próprio Meriwether, nascido em

1947, observou pesarosamente: "Se eu tivesse vivido durante a Grande Depressão, estaria numa posição melhor para compreender os acontecimentos".[100] Para resumir abruptamente, os vencedores do Prêmio Nobel conheciam um bocado de matemática, mas não o bastante sobre a história. Eles compreenderam a bela teoria do Planeta Finanças, mas passaram os olhos por cima do passado confuso do Planeta Terra. E foi por isso, para dizer muito simplesmente, que a Long-Term Capital Management [Administração de Capital a Longo Prazo] acabou sendo a Short-Term Capital Mismanagement [Má Administração do Capital a Curto Prazo].

Depois do fracasso catastrófico da LTCM, seria de se imaginar que os fundos *hedge* quantitativos desapareceriam da cena financeira. Afinal de contas, o fracasso, embora espetacular em escala, estava longe de ser anômalo. Dos 1.308 fundos *hedge* que foram formados entre 1989 e 1996, mais de um terço (36,7%) tinha deixado de existir no final do período. Naquele período, a duração média de vida de um fundo *hedge* era de apenas quarenta meses.[101] Mas o próprio contrário e reverso aconteceu. Longe de declinarem, nos últimos dez anos, fundos *hedge* de todos os tipos explodiram, em número e no volume das ações que administram. Em 1990, de acordo com a Hedge Fund Research, havia apenas um pouco mais de 600 fundos *hedge* administrando cerca de US$ 39 bilhões em ações. Em 2000, havia 3.873 fundos com US$ 490 bilhões em ações. Os últimos números (para o primeiro trimestre de 2008) colocam o total em 7.601 fundos, com US$ 1,9 trilhão em ações. Desde 1998, tem havido uma verdadeira corrida para investir em fundos *hedge* (e nos "fundos dos fundos" que agregam o desempenho de múltiplas firmas). Onde outrora eles existiam como a salvaguarda de indivíduos e de bancos de investimento, "de elevado valor patrimonial líquido", agora os fundos *hedge* estão atraindo números crescentes de fundos de pensão e de dotações universitárias.[102] Essa tendência é ainda mais surpreendente dado que o índice de atrito permanece alto; somente um quarto de seiscentos fundos que existiam em 1996 ainda existia no final de 2004. Em 2002, 717 deixaram de negociar; nos primeiros nove meses de 2007, 409.[103] Não é amplamente reconhecido que grande número de fundos *hedge* simplesmente fracassam e não atendem nem cumprem as expectativas dos seus investidores.

A explicação óbvia para essa explosão da população de fundos *hedge* é que eles funcionam relativamente bem como uma classe de ativo, com volatilidade relativamente baixa e baixa correlação para outros veículos de investimento. Mas os lucros dos fundos *hedge*, de acordo com a Hedge Fund Research, vêm caindo – de 18% nos anos 1990 para apenas 7,5% entre 2000 e 2006. Além disso, existe um crescente ceticismo sobre se os lucros dos fundos *hedge* realmente refletem o "alpha" (talento para administrar ativos), em oposição ao "beta" (movimentos gerais do mercado que podem ser capturados com uma apropriada mescla de índices).[104] Uma explicação alternativa é que, enquanto eles existem, os fundos *hedge* enriquecem seus administradores de maneira incomparavelmente tentadora. Em 2007, George Soros fez US$ 2,9 bilhões, na frente de Ken Griffin, da Citadel, e de James Simon, do Renaissance, mas atrás de John Paulson, que ganhou assombrosos US$ 3,7 bilhões, das suas

apostas contra as hipotecas *subprime*. Como John Kay observou, se Warren Buffett tivesse cobrado “2% e 20%” dos investidores no Berkshire Hathaway, teria mantido para si US$ 57 dos US$ 62 bilhões que sua companhia fez para seus acionistas nos últimos 42 anos.[105] Soros, Griffin e Simons são, é claro, excepcionais administradores de fundos (embora certamente não melhores do que Buffett). Isso explica por que os seus fundos, junto com outros que apresentam desempenhos superiores, têm crescido enormemente ao longo da última década. Atualmente, cerca de 390 fundos possuem mais de US$ 1 bilhão em ações sob sua administração. Os cem maiores agora representam 75% de todas as ações dos fundos *hedge*; e apenas os dez maiores administram US$ 324 bilhões.[106] Mas um vigarista bastante medíocre pode ganhar um bocado de dinheiro instituindo um fundo *hedge*, tomando US$ 100 milhões de investidores simplórios, usando a estratégia mais simples possível:

1. Ele estaciona os US$ 100 milhões em letras de um ano do Tesouro, rendendo 4%.
2. Isso, então, permite que ele venda 100 milhões de opções cobertas por 10 centavos de dólar, que desembolsará se o S&P 500 cair mais de 20% no ano seguinte.
3. Ele tira US$ 10 milhões da venda das opções, e compra mais algumas letras do Tesouro, que o capacita a vender mais 10 milhões de opções, das quais aufere outro US$ 1 milhão.
4. Então, tira longas férias.
5. No final do ano, a probabilidade é de 90% que o S&P 500 não caia 20%, e assim ele nada deve aos donos das opções.
6. Ele aumenta os seus ganhos – US$ 11 milhões da venda de opções, mais 4% sobre os US$ 110 milhões em letras do Tesouro – um belo lucro de 15,4% antes das despesas.
7. Ele embolsa 2% dos fundos que administra (US$ 2 milhões) e 20% dos lucros acima, digamos, de uma referência de nível de 4%, que chega a mais de US$ 4 milhões brutos.
8. As chances são quase de 60% de que o fundo vai caminhar suavemente sobre essa base durante mais de cinco anos, sem o S&P 500 cair 20%, quando então ele ganha US$ 15 milhões, mesmo se nenhum dinheiro novo entrar no seu fundo, e mesmo sem alavancar suas posições.[107]

Será que uma crise no estilo LTCM se repetiria atualmente, dez anos depois – somente que dessa vez numa escala maior, e envolvendo tantos desses fundos *hedge* espúrios, que simplesmente acabaria muito grande demais para ser resgatada? Será que atualmente os bancos do mundo ocidental estão mais expostos às perdas dos fundos *hedge* e aos riscos relacionados às contrapartidas do que estavam em 1998?********* E, se eles estão, então quem vai resgatá-los e socorrê-los da próxima vez? A resposta a essas perguntas não se encontram em outro planeta, mas do outro lado deste.

Chimérica

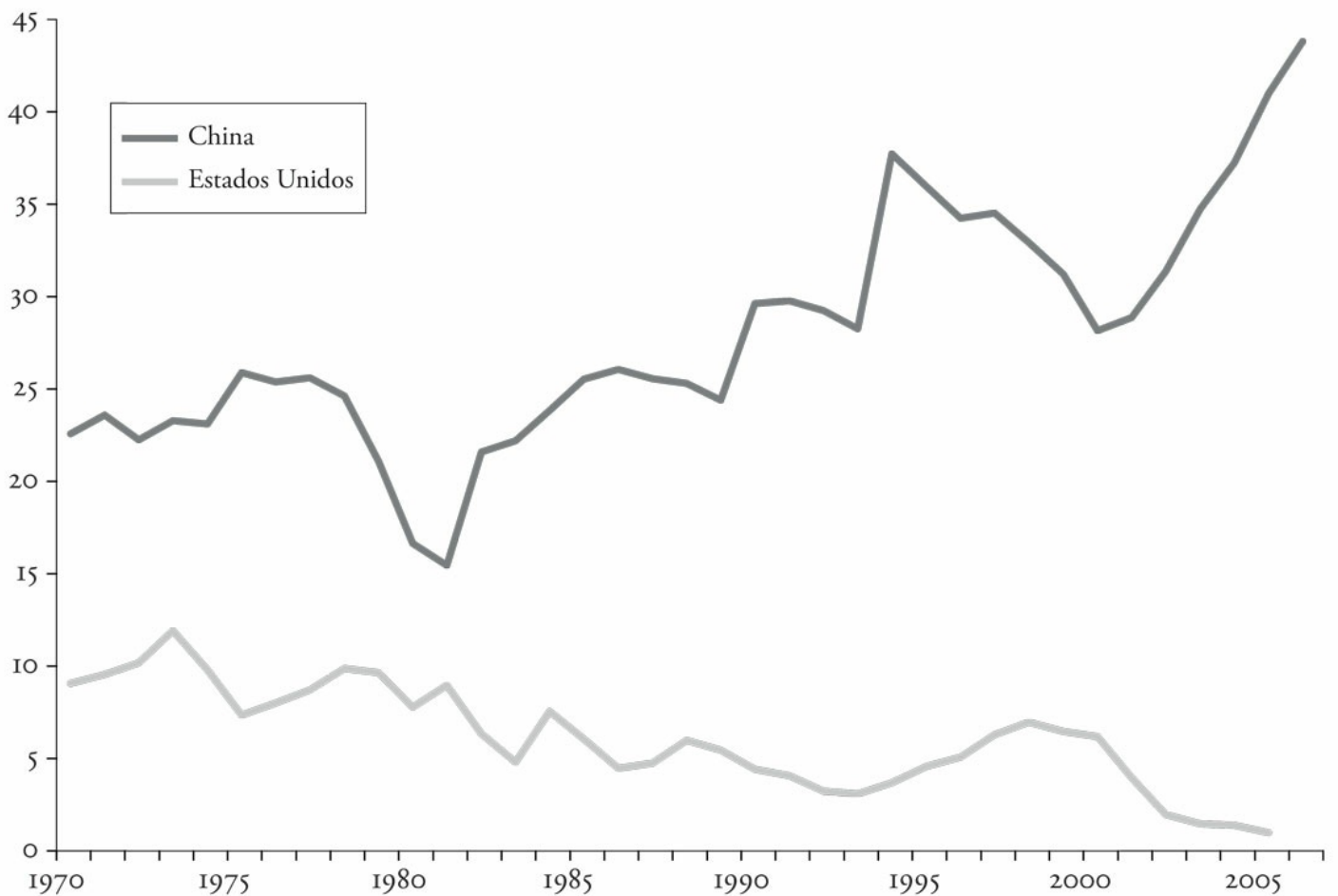
Para muitos, a história financeira é apenas muita água por baixo da ponte – história antiga, como a história da China imperial. Os mercados têm memórias curtas. Muitos jovens corretores de hoje nem sequer vivenciaram a crise asiática de 1997-1998. Aqueles que ingressaram nas finanças depois de 2000, viveram anos estonteantes e intoxicantes. As bolsas de valores floresceram no mundo inteiro. Assim como os mercados de títulos, os mercados de *commodities* e os mercados de derivativos. De fato, também floresceram todos os tipos de ativos – para não mencionar aqueles que se beneficiam quando os bônus são grandes, dos Bordeaux vintage aos iates de luxo. Mas esses anos de *boom* foram também anos de mistério, quando os mercados subiram a alturas estelares, numa época de taxas crescentes de juros de curto prazo, evidentes desequilíbrios comerciais e galopantes riscos políticos, sobretudo nas economicamente cruciais regiões exportadoras de petróleo. A chave desse aparente paradoxo reside na China.[108]

Chongqing, nas margens onduladas do poderoso e barrento rio Yangtze, está instalada no coração do Império do Meio, a mais de 1.500 quilômetros das zonas empreendedoras da costa que a maioria dos estrangeiros visita. Mas os 32 milhões de habitantes da província foram tão envolvidos pelo milagre econômico de hoje quanto os de Hong Kong ou de Xangai. Num certo nível, a industrialização e a urbanização, ambas vertiginosas, que estão acontecendo em Chongqing são o último e o maior feito da economia planejada comunista. As trinta pontes, as dez ferrovias, os incontáveis blocos de prédios e de torres aparecem através da neblina, como monumentos ao poder do Estado centralizado de um único partido político. Mas o crescimento de Chongqing é também o resultado do trabalho de empresas privadas desagrilhoadas. De muitas maneiras, Wu Yajun é a personificação da riqueza recém-descoberta da China. Como uma das mais importantes empreendedoras do mercado imobiliário de Chongqing, ela é uma das mulheres mais ricas da China, valendo mais de US$ 9 bilhões – a antítese viva daqueles escoceses que fizeram suas fortunas em Hong Kong, um século atrás. Ou vejamos Yin Mingsha. Preso durante a Revolução Cultural, o senhor Yin descobriu sua verdadeira vocação no começo dos anos 1990, depois da liberalização da economia chinesa. Em apenas quinze anos, ele construiu um negócio que vale US$ 900 milhões. No ano passado, sua companhia Lifan vendeu mais de 1,5 milhão de motores para motocicletas e bicicletas; agora ele está exportando para os Estados Unidos e a Europa. Wu e Yin são apenas dois dos chineses entre mais de 345.000 milionários em dólares que agora vivem na China.

Não somente a China deixou seu passado imperial muito para trás. Até agora, a economia que mais cresce no mundo também conseguiu evitar o tipo de crise que periodicamente explode em outros mercados emergentes. Depois de desvalorizar sua moeda, *renminbi/yuan*, em 1994, e manter os controles sobre o capital durante todo o período de reforma econômica, a China não teve uma crise monetária em 1997-1998. Quando os chineses quiseram atrair o capital estrangeiro, insistiram que este tomasse a forma de investimento direto. Isso significou que, em vez de fazer empréstimos nos bancos ocidentais para financiar seu desenvolvimento

industrial, como muitos outros mercados emergentes fizeram, eles conseguiram que os estrangeiros construíssem fábricas nas zonas empresariais chinesas – ativos grandes, pesados, que não podem ser retirados facilmente durante uma crise. O ponto crucial, entretanto, é que a parte principal e volumosa do investimento chinês foi financiada com as poupanças da própria China (e dos chineses da diáspora no exterior). Cautelosos depois de anos de instabilidade e desacostumados à panóplia das facilidades de crédito que temos no Ocidente, as famílias chinesas pouparam uma proporção extraordinariamente alta das suas rendas crescentes, num contraste marcado com os americanos, que nos anos recentes quase nada pouparam. As corporações chinesas poupam uma proporção ainda maior dos seus elevados lucros. A poupança é tão abundante que, pela primeira vez em séculos, a direção do fluxo de capital agora não é mais do Oeste para o Leste, mas do Oriente para o Ocidente. E é um fluxo poderoso. Em 2007, os Estados Unidos precisaram de cerca de US$ 800 bilhões de empréstimos do resto do mundo; mais de US$ 4 bilhões para cada dia de trabalho. A China, pelo contrário, administra uma conta corrente com reservas de US$ 262 bilhões, equivalente a mais de um quarto do *deficit* americano. E uma proporção extraordinariamente grande daquelas reservas acabou sendo emprestada para os Estados Unidos. Com efeito, a República Popular da China se tornou o banqueiro dos Estados Unidos da América.

À primeira vista, isso pode parecer bizarro. Atualmente, o americano médio ganha mais de US$ 34.000 por ano. A despeito da riqueza de pessoas como Wu Yajun e Yin Mingsha, o chinês médio vive com menos de US$ 2.000 por ano. Por que o último iria querer, com efeito, emprestar dinheiro ao primeiro, que é 22 vezes mais rico? A resposta é que, até recentemente, a melhor maneira para a China empregar sua vasta população era produzir e exportar manufaturas para o insaciavelmente perdulário consumidor americano. Para assegurar que essas exportações fossem irresistivelmente baratas, a China teve que lutar contra a tendência da moeda chinesa de se fortalecer contra o dólar e comprou literalmente bilhões de dólares nos mercados do mundo – parte de um sistema de manutenção das moedas asiáticas que alguns analistas chamaram de Bretton Woods II.[109] Em 2006, a posse chinesa de dólares quase certamente ultrapassou a marca de um trilhão de dólares. (Significativamente, o crescimento líquido das reservas em moeda estrangeira da China bateu quase exatamente com a emissão líquida dos títulos do Tesouro e das agências do governo dos Estados Unidos.) Do ponto de vista da América, enquanto isso, a melhor maneira de deixar os bons tempos correndo leves e soltos nos anos recentes foi importar produtos baratos chineses. Além disso, ao terceirizar a fabricação para a China, as corporações americanas também se aproveitaram dos benefícios da mão de obra chinesa. E, crucialmente, ao vender bilhões de dólares de títulos ao Banco da China, os Estados Unidos conseguiram usufruir taxas de juros significativamente mais baixas do que, de outra maneira, teria sido o caso.

Poupanças nacionais líquidas, como uma porcentagem da renda bruta nacional, 1970-2006 (China e Estados Unidos)

Sejam bem-vindos ao maravilhoso país dual da "Chimérica" – China mais a América –, que possui pouco mais de um décimo da superfície da Terra, um quarto da sua população, um terço da sua produção econômica e mais da metade do crescimento econômico global nos últimos oito anos. Durante algum tempo, pareceu um casamento organizado pelo céu. Os chimericanos orientais poupavam. Os chimericanos ocidentais gastavam. As importações chinesas mantinham a inflação americana baixa. As poupanças chinesas mantinham baixas as taxas americanas de juros. A mão de obra chinesa mantinha baixos os custos dos salários americanos. Como resultado, era extraordinariamente barato fazer empréstimos e extraordinariamente lucrativo administrar uma corporação. Graças à Chimérica, as taxas reais dos juros globais – o custo do empréstimo descontada a inflação – caíram mais de um terço abaixo da sua média nos últimos quinze anos. Graças à Chimérica, em 2006, os lucros da América corporativa subiram quase a mesma proporção acima da sua participação média no PIB. Mas havia uma pegadinha, um pulo do gato escondido, uma artimanha, um ardil. Quanto mais a China se dispunha a emprestar aos Estados Unidos, mais americanos se dispunham a fazer empréstimos. A Chimérica, em outras palavras, foi a causa subjacente do vagalhão dos empréstimos bancários, da emissão de títulos e dos novos contratos de derivativos que o Planeta Finanças testemunhou a partir de 2000. Foi a causa subjacente da explosão populacional dos fundos *hedge*. E foi a razão subjacente que explica por que as parcerias de patrimônio líquido privado conseguiram fazer empréstimos à esquerda, à direita e no centro

para financiar a aquisição do controle de empresas alavancadas. E a Chimérica – ou a “indigestão das poupanças” asiáticas, como Ben Bernanke a chamou[110] – foi a razão subjacente que explica por que o mercado hipotecário americano estava tão inundado por créditos em 2006 que se podia conseguir uma hipoteca de 100% sem renda, sem trabalho, sem patrimônio.

A crise da hipoteca *subprime* de 2007 não era tão difícil de ser prevista, como já vimos. O que era mais difícil de predizer foi como um tremor, causado por uma inundação de dívidas hipotecárias no mercado emergente de crescimento imobiliário da própria América, pudesse causar um terremoto financeiro em todo o sistema financeiro ocidental. Não muitas pessoas compreenderam que o não pagamento das hipotecas *subprime* destruiria o valor dos novos instrumentos exóticos, garantidos por ativos, como as obrigações de dívida colateralizada. Não muitas pessoas enxergaram que, quando a magnitude dessas perdas disparou até as alturas, o empréstimo interbancário simplesmente se aproveitaria e que as taxas de juros, cobradas aos emissores de papéis comerciais de curto prazo e de títulos corporativos, dariam pulos para cima, levando a um arrocho doloroso para todos os tipos de empréstimos ao setor privado. Não muitas pessoas enxergaram que esse arrocho de crédito causaria a primeira corrida desde 1866 de depositantes a um banco britânico, que acabou sendo nacionalizado. Ainda em julho de 2007, antes que o problema começasse, o administrador de um fundo *hedge* americano tinha apostado comigo, 7 a 1, que não haveria recessão nos Estados Unidos nos cinco anos seguintes. “Eu apostei que o mundo não ia acabar”, ele admitiu seis meses depois. “Nós perdemos.” Certamente, no final de maio de 2008, parecia que uma recessão americana já tinha começado. Mas, o fim do mundo?

Realmente, em maio de 2008, parecia improvável que a China (para não dizer nada sobre os outros países do BRIC) sairia completamente incólume de uma recessão americana. Os Estados Unidos continuam sendo o maior parceiro comercial da China, destino de cerca de um quinto das exportações chinesas. Por outro lado, a importância das exportações líquidas para o crescimento chinês declinou consideravelmente nos anos recentes.[111] Além disso, o acúmulo de reservas pela China colocou Beijing na poderosa posição de ser capaz de oferecer injeções de capital para bancos americanos com problemas. O surgimento dos fundos *hedge* foi apenas uma parte da história da reorientação pós-1998 das finanças globais. Ainda mais importante foi o crescimento dos fundos soberanos, entidades criadas pelos países com grandes saldos comerciais, para administrar sua riqueza acumulada. No final de 2007, esses fundos soberanos tinham cerca de US$ 2,6 trilhões sua administração, mais do que todos os fundos *hedge* do mundo, e não muito atrás dos fundos de pensão dos governos e das reservas dos bancos centrais. De acordo com uma previsão do Morgan Stanley, dentro de quinze anos esses fundos podem chegar a ativos de US$ 27 trilhões – mais de 9% de todos os ativos financeiros do mundo. Já em 2007, os fundos soberanos da Ásia e do Oriente Médio estavam começando a investir em companhias financeiras ocidentais, incluindo o Barclays, Bear Stearns, Citigroup, Merrill Lynch, Morgan Stanley, UBS, e em firmas de patrimônio líquido privado, como

Blackstone e Carlyle. Durante um tempo, pareceu que esses fundos soberanos pudessem orquestrar uma aquisição global das finanças ocidentais; o papel reverso definitivo na história financeira. Para os proponentes do que George Soros depreciou como "fundamentalismo de mercado", aqui está uma dolorosa anomalia: entre os maiores vencedores da última crise estavam as entidades de propriedade estatal.[**********]

E ainda existem razões para explicar por que essa aparentemente elegante, e requintadamente chimericana, solução da crise americana não aconteceu. Parte da razão é simplesmente que as primeiras incursões chinesas nas ações financeiras americanas produziram menos do que resultados estelares.[**********] Existem medos justificáveis em Beijing de que o pior ainda está por vir para os bancos ocidentais, sobretudo dado o impacto não conhecível de uma recessão americana sobre os *swaps* de não pagamento dos créditos pendentes, com um valor nocional de US$ 62 trilhões. Mas também existe uma tensão política, agora detectável, no próprio coração de Chimérica. Já por algum tempo, tem aumentado a preocupação no Congresso americano com o que é visto como uma competição injusta e uma manipulação da moeda pela China, e quanto mais a recessão chegar aos Estados Unidos, provavelmente as reclamações vão aumentar de tom e crescer. Mas o afrouxamento monetário nos Estados Unidos desde agosto de 2007 – os cortes exorbitantes nos fundos federais e nas taxas de desconto, os vários leilões e "oportunidades" de empréstimos que dirigiram US$ 150 bilhões para o sistema bancário, a concessão de crédito para a aquisição do Bear Stearns pelo JP Morgan – equivaleu a uma versão americana de manipulação da moeda.[112] Desde o começo da crise americana, o dólar depreciou-se aproximadamente 25% em relação às moedas dos seus maiores parceiros comerciais, incluindo 9% contra a moeda chinesa, o *renminbi/yuan*. Como isso coincidiu com as pressões simultâneas de oferta e procura, em quase todos os mercados, por *commodities*, o resultado tem sido uma alta nos preços da comida, do petróleo e das matérias-primas. O aumento dos preços das *commodities*, por sua vez, está intensificando as pressões inflacionárias na China, que necessita impor controles nos preços e nas proibições de exportações, além de encorajar uma extraordinária escalada pelos recursos naturais da África e de onde mais puder que, aos olhos ocidentais, tem um exasperante e perturbador colorido imperial.[113] Talvez, como seu nome sempre procurou sugerir, a Chimérica não é nada mais do que uma quimera – a besta mitológica de uma lenda antiga que era parte leão, parte cabra e parte dragão.

Talvez, se refletirmos, estivemos aqui anteriormente. Cem anos atrás, na primeira era da globalização, muitos investidores acharam que havia uma relação similarmente simbiótica entre o centro financeiro do mundo, a Grã-Bretanha, e a economia industrial mais dinâmica da Europa continental. Aquela economia era a da Alemanha. Então, como hoje, havia uma linha fina entre a simbiose e a rivalidade.[114] Será que alguma coisa poderia disparar o processo de outra quebradeira da globalização, como a que aconteceu em 1914? A resposta óbvia é a deterioração das relações políticas entre os Estados Unidos e a China, ou com relação ao comércio, a Taiwan, ao Tibete, ou a outra questão mais subliminar.[115] O cenário pode parecer

implausível. Ainda assim, é fácil ver como historiadores futuros poderiam construir retrospectivamente cadeias plausíveis de causalidade para explicar essa virada nos acontecimentos. Os advogados da "guerra da culpa" culpariam uma China mais assertiva, deixando outros lamentando os pecados da omissão de um extenuado titã americano. Acadêmicos de relações internacionais sem dúvida identificariam as origens sistêmicas da guerra no colapso do comércio livre, na competição por recursos naturais ou no embate de civilizações. Escondida na linguagem da explicação histórica, uma conflagração importante pode começar a parecer exasperantemente provável em nossa época, assim como acabou acontecendo em 1914. Alguns podem até mesmo ser tentados a dizer que a elevação dos preços das *commodities*, no período de 2003 até 2008, refletiu alguma inconsciente antecipação do mercado do conflito que se aproxima.

Uma lição importante da história é que as grandes guerras podem ser deflagradas mesmo quando a globalização está bastante adiantada, e a hegemonia do mundo de fala inglesa parece razoavelmente segura. Uma segunda lição importante é que, quanto maior é o período sem um conflito importante, o mais difícil seja imaginá-lo (e, talvez, o mais fácil seja começá-lo). Uma terceira, e final, lição é que, quando uma crise atinge investidores complacentes, ela causa muito mais rupturas do que quando atinge investidores experimentados e marcados pelas cicatrizes das suas lutas. Como vimos repetidamente, as crises grandes de verdade acontecem apenas de vez em quando, o bastante para ficarem além da memória viva dos executivos dos bancos, administradores de fundos e corretores de hoje. A carreira média de um CEO em Wall Street é de apenas 25 anos,[116] o que significa que as memórias de primeira mão no topo do sistema bancário americano não retrocedem além de 1983 – dez anos depois do começo do último grande aumento dos preços do ouro e do petróleo. Esse fato sozinho oferece uma justificativa poderosa para o estudo da história financeira.

---

* O termo "mercados emergentes" foi usado pela primeira vez nos anos 1980, pelo economista Antoine van Agtmael, do Banco Mundial.

** A soma total desembolsada pelo Plano Marshall foi equivalente a cerca de 5,4% do PIB dos Estados Unidos, no ano do discurso seminal do general George Marshall, ou seja, 1,1% desdobrado durante todo o período do programa, que datou de abril de 1948, quando a Lei da Ajuda Estrangeira foi aprovada, até junho de 1952, quando o último pagamento foi feito. Se tivesse existido um Plano Marshall entre 2003 e 2007, teria custado US$ 50 bilhões. Como comparação, entre 2001 e 2006, a real ajuda econômica externa sob a administração Bush totalizou menos de US$ 150 bilhões, uma média de menos de 0,2% do PIB.

*** Rostow, o autor de *As etapas do desenvolvimento econômico*: um manifesto não-comunista (1960) ofereceu conselhos econômicos e estratégicos em medida aproximadamente igual para as administrações democratas dos anos 1960. Como equivalente ao National Security Adviser [Conselheiro da Segurança Nacional], para Lyndon Johnson, ele foi estreitamente relacionado à escalada da Guerra do Vietnã.

**** Aqui está uma breve análise dos dez pontos, baseada na formulação original de John Williamson, em 1989: (1) imposição da disciplina fiscal; (2) reforma tributária; (3) liberalização das taxas de juros; (4) aumento dos gastos com a saúde e com a educação; (5) assegurar os direitos à propriedade; (6) privatização de indústrias estatais; (7) desregulamentar os mercados; (8) adoção de uma taxa de câmbio competitiva; (9) remoção das barreiras ao comércio; (10) remoção das barreiras contra o investimento direto estrangeiro.

***** Desde que o termo foi usado pela primeira vez, em 1966, para descrever o fundo de curto prazo estabelecido por Alfred

Winslow Jones em 1949 (que comprou posições de curto e de longo prazo no mercado de ações dos Estados Unidos), a maioria dos fundos *hedge* tem sido de parcerias de responsabilidade limitada. Como tais, têm sido eximidas das provisões da Securities Act [Lei de Ações] de 1933, e da Investment Company Act [Lei das Companhias de Investimento] de 1940, que restringem as operações de fundos mútuos e de bancos de investimento em relação à alavancagem e às vendas a descoberto.

****** Tecnicamente, de acordo com a Comissão de Valores Mobiliários e Câmbio (SEC) dos Estados Unidos, uma venda a descoberto é "qualquer venda de um valor mobiliário, ou ação, que o vendedor não possui, ou qualquer venda que é consumada pela entrega de um valor mobiliário emprestado por, ou a favor, do vendedor".

******* Um *swap* é uma espécie de derivativo: um arranjo contratual, no qual uma parte concorda em pagar uma taxa de juros fixos a outra parte em troca de uma taxa flutuante (geralmente a taxa interbancária oferecida em Londres ou a Libor), aplicada a um montante nocional, ou seja, imaginário.

******** Por exemplo, o *spread* sobre os títulos do Tesouro dos Estados Unidos do índice de títulos de mercado emergente do JP Morgan subiu de 3,3%, em outubro de 1997, para 6,6%, em julho de 1998, e para 17,05%, no dia 10 de setembro de 1998.

********* Certamente não é coincidência que foram relatórios de perdas nos fundos *hedge* administrados pelo Bear Stearns e pelo Goldman Sachs que assinalaram o começo do arrocho do crédito no verão de 2007.

********** Alguns fundos soberanos, de fato, têm uma história relativamente longa. O Kuwait Investmnent Authority foi estabelecido em 1953; o Temasek de Cingapura, em 1974; o ADIA, o fundo dos Emirados Árabes Unidos, em 1976; o GIC de Cingapura, em 1981.

*********** Tendo pago US$ 5 bilhões por uma participação de 9,9% no Morgan Stanley em dezembro de 2007, o presidente do conselho da China Investment Corporation [Corporação de Investimento da China], Lou Jiwei, comparou a oportunidade ao aparecimento de um coelho na frente de um fazendeiro: "Se nós vemos um coelho gordo", disse, "nós atiramos nele". Mas, acrescentou (referindo-se ao declínio subsequente no preço das ações do Morgan Stanley): "Algumas pessoas dizem que recebemos um tiro do Morgan Stanley".

Posfácio
O Aviltamento do Dinheiro

O mundo financeiro de hoje é o resultado de quatro milênios de evolução econômica. O dinheiro – a relação cristalizada entre o devedor e o credor – procriou bancos, carteiras de compensação para agregados cada vez maiores de empréstimos tomados e dados. A partir do século XIII, os títulos do governo introduziram a securitização de correntes de pagamentos de juros e os mercados de títulos revelaram os benefícios dos mercados públicos regulamentados para comercializar e apreçar bens e valores mobiliários. A partir do século XVII, ações de corporações podiam ser compradas e vendidas de maneiras similares. Desde o século XVIII, os fundos de seguro, e depois os fundos de pensão, se aproveitaram das economias de escala e das leis das médias para prover proteção financeira contra o risco calculado. A partir do século XIX, os futuros e as opções ofereceram instrumentos mais especializados e sofisticados: os primeiros derivativos. E, desde o século XX, as famílias foram encorajadas, por razões políticas, a aumentar a alavancagem e a se desviar do seu *portfolio* a favor do mercado imobiliário.

As economias que combinam todas essas inovações institucionais – bancos, mercados de títulos, bolsas de valores, seguro e democracia da posse do imóvel – tiveram melhor desempenho ao longo do tempo do que aquelas que não o fizeram, porque a intermediação financeira geralmente permite uma alocação mais eficiente de recursos do que, digamos, o feudalismo ou o planejamento central. Por essa razão, não é de todo surpreendente que o modelo financeiro ocidental teve acabou espalhando pelo mundo, primeiro sob a aparência do imperialismo, depois sob a aparência da globalização.[1] Em resumo, da antiga Mesopotâmia até a China de hoje, a ascensão do dinheiro tem sido uma das forças propulsoras por trás do progresso humano: um processo complexo de inovação, de intermediação e de integração que tem sido tão vital quanto o avanço da ciência, ou a disseminação da lei, na fuga da humanidade da labuta fatigante da agricultura de subsistência e da miséria da armadilha

malthusiana. Nas palavras do antigo governador do Federal Reserve, Frederic Mishkin: "o sistema financeiro é o cérebro da economia... Ele age como o mecanismo coordenador que aloca o capital, a força vital da atividade econômica, para seus usos mais produtivos pelos negócios e pelas famílias. Se o capital vai para usos errados, ou se não flui de todo, a economia vai operar ineficientemente e, em última análise, o crescimento econômico será baixo".[2]

Mas a ascensão do dinheiro não tem sido, e jamais pode ser uma ascensão suave. Pelo contrário, a história financeira é uma montanha-russa, de altos e baixos, de bolhas e desastres, de manias e pânicos, de choques e quebradeiras.[3] Um estudo recente dos dados disponíveis para o produto interno bruto e o consumo desde 1870 identificou 148 crises, nas quais um país vivenciou um declínio cumulativo do PIB, de pelo menos 10%, e 87 crises nas quais o consumo sofreu uma queda de magnitude comparável, subentendendo a probabilidade de desastre financeiro de cerca de 3,6% por ano.[4] Mesmo hoje, a despeito da sofisticação sem precedente de nossas instituições e de nossos instrumentos, o Planeta Finanças permanece tão vulnerável como nunca às crises. Parece que, apesar de toda a nossa engenhosidade, estamos condenados a ser "enganados pelo acaso",[5] e surpreendidos pelos "cisnes negros".[6] Pode até ser que estejamos vivendo a deflação de uma "superbolha" de múltiplas décadas.[7]

Existem três razões fundamentais para isso. A primeira é que tantas coisas que infuenciam o futuro – ou, melhor, futuros, porque nunca existe um futuro singular – residem na esfera da incerteza, opondo-se ao risco calculado. Como Frank Knight argumentou em 1921: "A incerteza deve se considerada num sentido radicalmente distinto da noção familiar do risco, do qual ela nunca foi propriamente separada... Uma incerteza *mensurável*, ou 'risco' apropriado... é tão diferente de uma *não mensurável*, que a primeira não é, com efeito, e de fato, uma incerteza". Para dizê-lo mais simplesmente, muito do que acontece na vida não é como num jogo de dados. Repetidamente, ocorrerá um evento que é "tão inteiramente excepcional que não existem outros, ou não em número suficiente para tornar possível sua tabulação a fim de formar a base de alguma inferência de valor sobre qualquer probabilidade verdadeira...".[8] O mesmo ponto foi brilhantemente expressado por Keynes em 1937. "Por 'incerto' conhecimento", ele escreveu numa resposta aos críticos da sua *Teoria geral*:

> ... Eu não quero meramente distinguir o que é conhecido com certeza do que é apenas provável. O jogo da roleta não é sujeito, nesse sentido, à incerteza... A expectativa de vida é apenas levemente incerta. Mesmo o tempo é apenas moderadamente incerto. O sentido no qual estou usando o termo é aquele no qual a perspectiva de uma guerra europeia é incerto, ou... a taxa de juro daqui a vinte anos... Sobre essas questões não existe base científica sobre a qual formar qualquer probabilidade calculável, nenhuma. Nós simplesmente não sabemos.*

Keynes continuou para lançar hipóteses sobre as maneiras pelas quais os investidores "conseguem nessas circunstâncias se comportar de uma maneira que salva nossa dignidade como homens racionais, econômicos":

> (1) Assumimos que o presente é um guia muito mais aproveitável para o futuro do que um cândido exame da experiência passada mostraria. Em outras palavras, ignoramos grandemente a perspectiva de mudanças futuras no caráter verdadeiro sobre o qual nada sabemos.
> (2) Assumimos que o estado *existente* de opinião, como é expresso nos preços, e o caráter da produção existente é baseado sobre uma *correta* avaliação de futuras perspectivas...
> (3) Sabendo que nosso próprio julgamento individual é inútil, esforçamos-nos para recorrer ao julgamento do resto do mundo, que talvez seja mais bem informado. Ou seja, nós nos esforçamos para nos amoldar ao comportamento da maioria, ou da média.[9]

Embora a interpretação de Keynes do comportamento dos investidores esteja longe de ser correta, ele certamente estava pensando ao longo das linhas certas. Porque não existe questão, ou dúvida, de que os preconceitos heurísticos dos indivíduos desempenham um papel crítico na geração de volatilidade nos mercados financeiros.

Isso nos leva à segunda razão para a inerente instabilidade do sistema financeiro: o comportamento humano. Como vimos, todas as instituições financeiras estão à mercê da nossa inata inclinação para virar alternadamente da euforia para o desânimo; da nossa recorrente inabilidade para nos proteger do "rabo do risco"; do nosso perene fracasso para aprender com a história. Num artigo famoso, Daniel Kahneman e Amos Tversky demonstraram, com uma série de experiências, a tendência que as pessoas têm para calcular mal as probabilidades quando confrontadas com simples escolhas financeiras. De início, deram 1.000 libras israelenses a cada membro do grupo estudado. Depois, eles lhes ofereceram uma escolha entre: (a) uma chance de 50% de ganhar 1.000 libras adicionais, ou; (b) uma chance de 100% de ganhar 500 libras adicionais. Somente 16% das pessoas escolheram (a); o resto (84%) escolheu (b). Em seguida, pediram aos membros do mesmo grupo para imaginar que tinham recebido 2.000 libras israelenses cada, e os confrontaram com outra escolha: entre (c) uma chance de 50% de perder 1.000 libras, ou (b) uma chance de 100% de perder 500 libras. Dessa vez, a maioria (69%) escolheu (a); somente 31% escolheu (b). Mas, vistos nos termos dos seus desfechos, os dois problemas são idênticos. Em ambos os casos, você tem uma escolha entre 50% de chance de acabar com 1.000 libras, e uma chance igual de acabar com 2.000 libras (a e c), ou uma certeza de acabar com 1.500 libras (b e d). Nessa e em outras experiências, Kahneman e Tversky identificam uma notável assimetria: aversão ao risco para prospectos positivos, mas busca do risco para prospectos negativos. Uma perda tem cerca de duas vezes e meia o impacto de um ganho da mesma magnitude.[10]

Esse "fracasso da invariância" é apenas um dos muitos preconceitos heurísticos (modos oblíquos de pensar ou aprender) que distinguem os reais seres humanos do *homo œconomicus* da teoria econômica neoclássica, que supostamente deve fazer suas escolhas de maneira racional, baseado em toda a informação disponível e na utilidade esperada. Outras experiências mostram que sucumbimos muito prontamente a essas armadilhas cognitivas, como:

1. *O preconceito da disponibilidade*, que faz com que tomemos nossas decisões com

base na informação que está mais prontamente disponível em nossas memórias, em vez dos dados de que realmente precisamos.

2. *O preconceito da percepção tardia*, que faz com que associemos probabilidades maiores a eventos depois que eles aconteceram (*ex post*) do que antes que eles acontecessem (*ex ante*).

3. *O problema da indução*, que nos leva a formular regras gerais com base em informação insuficiente.

4. *A falácia da conjunção* (ou disjunção), que significa que tendemos a superestimar a probabilidade de que sete eventos com 90% de probabilidade irão acontecer, *todos*, enquanto subestimamos a probabilidade de que *pelo menos um* dos sete eventos com 10% de probabilidade aconteça.

5. *O preconceito da confirmação*, que nos inclina a procurar por evidência confirmadora de uma hipótese inicial, em vez de evidência refutadora, que a invalidaria.

6. *Os efeitos de contaminação*, pelos quais permitimos que uma informação irrelevante, mas imediata, influencie uma decisão.

7. *A heurística afetiva*, pela qual os julgamentos de valor preconcebidos interferem em nossa avaliação de custos e benefícios.

8. *A negligência do escopo*, que nos impede de ajustar proporcionalmente o que estaríamos dispostos a sacrificar para evitar danos de diferentes ordens de magnitude.

9. *O excesso de confiança na calibração*, que nos leva a subestimar os intervalos de confiança dentro dos quais as nossas estimativas ficarão fortalecidas (i.e., combinar o cenário do "melhor caso" com o "mais provável").

10. *A apatia do circunstante*, que nos inclina a abdicar da responsabilidade individual, quando estamos numa multidão.[11]

Se você ainda duvida da resistente falibilidade dos seres humanos, faça a si mesmo a seguinte pergunta. Um bastão e uma bola, juntos, custam um total de 1,10 libra e o bastão custa 1 libra a mais que a bola. Quanto é a bola? A resposta errada é aquela que uma em cada duas pessoas responde de imediato: 10 pênis. A resposta correta é 5 pênis, já que somente com um bastão custando 1,05 libras e uma bola valendo 5 pênis ambas as condições são satisfeitas.[12]

Se algum campo possui o potencial para revolucionar nossa compreensão da maneira como o mercado financeiro funciona, ele deve certamente ser a borbulhante disciplina da finança behaviorista.[13] Não é nada clara a quantidade do corpo do trabalho derivado da hipótese dos mercados eficientes que pode sobreviver a esse desafio.[14] Para aqueles que colocam sua fé na "sabedoria das multidões",[15] isso significa apenas que é mais provável que um grande grupo de pessoas possa fazer uma avaliação mais correta do que um grupo pequeno de supostos especialistas. Mas isso não é dizer muito. A velha piada de que os "macroeconomistas previram, com muito sucesso, nove das últimas cinco recessões", não é tanto uma piada quanto uma verdade deprimente sobre a dificuldade do prognóstico

econômico.[16] Enquanto isso, estudiosos sérios da psicologia humana esperarão por tanta loucura quanto sabedoria de grandes grupos de pessoas.[17] Um caso que deve interessar é a ilusão quase universal entre os investidores, na primeira metade de 2007, de que uma crise importante e severa de liquidez não ocorreria (ver Introdução). Para adaptar um elegante resumo de Eliezer Yudkowsky:

> As pessoas podem ser superconfiantes e superotimistas. Podem se concentrar demasiadamente em cenários específicos para o futuro, com a exclusão de todos os outros. Podem não guardar qualquer [crise de liquidez] passada na memória. Podem superestimar a prognosticação do passado, e desse modo subestimar a surpresa do futuro. Podem não compreender a dificuldade de se preparar para [crise de liquidez], sem o benefício da percepção tardia. Podem preferir... apostas com probabilidades de aquisição maiores, negligenciando o valor das balizas. Podem combinar informação positiva sobre os benefícios de uma tecnologia [i.e., seguro de títulos] e informação negativa sobre os seus riscos. Podem ser contaminadas por filmes nos quais o [sistema financeiro] acaba sendo resgatado, e salvo... Ou a perspectiva extremamente desagradável de [uma crise de liquidez] pode estimulá-las a buscar argumentos de que [a liquidez] não [secará], sem uma busca igualmente frenética para as razões pelas quais ela secaria. Mas, se a questão é, especificamente: "Por que mais pessoas não estão fazendo algo sobre isso?", um componente possível é que as pessoas estão fazendo aquela mesma questão – lançando olhares em volta para ver se o resto das pessoas está reagindo... enquanto tentam parecer equilibradas e imperturbáveis.[18]

A maior parte da nossa deformação cognitiva é, naturalmente, o resultado da evolução. A terceira razão para essa trilha errática da história financeira é também relacionada com a teoria da evolução, embora por analogia. Diz-se comumente que as finanças possuem uma qualidade darwiniana. "A sobrevivência do mais adaptado" é uma frase que corretores agressivos gostam de usar; como vimos, os bancos de investimento gostam de organizar conferências com títulos como "A evolução da excelência". Mas a crise americana de 2007 aumentou a frequência dessa linguagem. O assistente do secretário do Tesouro dos Estados Unidos, Anthony W. Ryan, não foi a única pessoa a falar de uma onda de extinções financeiras na segunda metade de 2007. Andrew Lo, diretor do Laboratório para a Engenharia Financeira, do Massachusetts Institute of Technology, (MIT), está na vanguarda de um esforço para reconceitualizar os mercados como sistemas adaptáveis.[19] Uma longa análise histórica do desenvolvimento dos serviços financeiros também sugere que forças evolucionárias estão presentes no mundo financeiro, da mesma maneira que no mundo natural.[20]

É claro que a noção de que processos darwinianos podem estar agindo na economia não é nova. A economia evolucionária é, de fato, uma subdisciplina bem estabelecida, que tem sua própria revista especializada há dezesseis anos.[21] Thorstein Veblen foi a primeira pessoa que formulou a pergunta "Por que a economia não é uma ciência evolucionária?" (deixando implícito que ela realmente deveria ser), já em 1898.[22] Numa passagem famosa do seu livro *Capitalismo, socialismo e democracia*, que poderia igualmente ser aplicada às finanças, Joseph Schumpeter caracterizou o capitalismo industrial como "um processo evolucionário":

> Esse caráter evolucionário... não é meramente devido ao fato de que a vida econômica acontece num ambiente social e natural mutável e, com suas mudanças, altera os dados da ação econômica; esse fato é importante e essas mudanças (guerras, revoluções e assim por diante) com frequência condicionam a mudança industrial, mas não são seus motores

principais. Nem esse caráter evolucionário é devido ao aumento quase autonômo da população e do capital, ou às excentricidades dos sistemas monetários, dos quais exatamente a mesma coisa é verdadeira. O impulso fundamental, que define e mantém o motor capitalista em movimento, vem dos novos produtos de consumo, dos novos métodos de produção ou de transporte, dos novos mercados, das novas formas de organização industrial que a iniciativa capitalista cria... A abertura de novos mercados, estrangeiros ou domésticos, e o desenvolvimento organizacional da oficina do artesão e da fábrica a empresas como a US Steel, ilustram o mesmo processo de mutação industrial – se posso usar o termo biológico – que revoluciona incessantemente a estrutura econômica *de dentro* e por dentro, destruindo incessantemente a velha, incessantemente criando uma nova. Esse processo de Destruição Criativa é o fato essencial sobre o capitalismo.[23]

Um ponto-chave que emerge de uma pesquisa recente é quanta destruição acontece numa economia moderna. Cerca de uma em cada dez companhias americanas desaparece a cada ano. Entre 1989 e 1997, para ser preciso, uma média de 611.000 negócios desapareceram por ano, num total de 5,73 milhões de empresas. E devemos observar que 10% é o índice da extinção média; em alguns setores da economia, esse índice pode crescer para até 20% num ano ruim (como o setor financeiro no distrito de Columbia, em 1989, no auge da crise dos Savings and Loans).[24] De acordo com o Departamento de Comércio e Indústria do Reino Unido, 30% dos negócios registrados desaparecem depois de três anos.[25] Mesmo entre as que sobrevivem aos primeiros anos de existência, e seguem firmes até usufruir de um grande sucesso, a maioria das firmas acaba fracassando. Entre as cem maiores empresas em 1912, 29 estavam falidas em 1992, 48 já tinham desaparecido, e somente 19 ainda estavam incluídas entre as cem maiores.[26] Dado o fato de que uma boa parte do que os bancos e as bolsas de valores fazem é prover financiamentos para as companhias, não deveríamos ficar surpresos de encontrar um padrão similar de destruição criativa no mundo financeiro. Já observamos a taxa de atrito elevado entre os fundos *hedge*. (A única razão pela qual a maioria dos bancos não fracassa, como veremos, é que eles são explícita e implicitamente protegidos do colapso pelos governos.)

Quais são as características comuns compartilhadas pelo mundo financeiro e um sistema verdadeiramente evolucionário? Seis brotam à mente:

– “Genes”, no sentido de que certas práticas de negócio desempenham o mesmo papel que os genes na biologia, permitindo que a informação seja estocada na “memória organizacional” e passada adiante de um indivíduo para outro indivíduo, de firma para firma, quando uma nova firma é criada.

– O potencial para a mutação espontânea, em geral referida no mundo econômico como inovação e essencialmente, embora nem sempre, tecnológica.

– A competição por recursos entre indivíduos dentro de uma mesma espécie, com os resultados quanto à longevidade e à proliferação determinando quais práticas de negócio irão persistir.

– Um mecanismo para a seleção natural através da alocação de capital e de recursos humanos do mercado e a possibilidade da morte em casos de subdesempenho, i.e.,

“sobrevivência diferencial”.

– Oportunidade, interesse ou campo de ação para a especificação, sustentando a biodiversidade através da criação de espécies ou de formação de variedades inteiramente novas de instituições financeiras.

– Oportunidade, interesse ou campo de ação para a extinção, com espécies desaparecendo completamente.

A história financeira é, em essência, o resultado da mutação institucional e da seleção natural. Os “impulsos, os turbilhões” ocasionais (inovações/mutações que não são promovidas pela seleção natural, mas apenas acontecem), e o “fluxo” ocasional (inovações/mutações que são causadas quando, digamos, práticas americanas são adotadas por bancos chineses) desempenham o seu papel. Pode haver também uma “coevolução”, quando diferentes espécies financeiras trabalham juntas e se adaptam (como, por exemplo, os fundos *hedge* e os seus primeiros corretores). Mas a seleção do mercado é o motor principal. Os organismos financeiros estão em competição uns com os outros, por recursos finitos. Em determinados tempos e em determinados lugares, determinadas espécies podem se tornar dominantes. Mas as inovações de uma espécie competidora, ou a emergência de espécies completamente novas, impedem o aparecimento de qualquer hierarquia ou monocultura permanente. Falando de modo geral, a lei da sobrevivência do mais adaptado se aplica. As instituições, com um “gene egoísta” que é bom para se autorreplicar e se perpetuar, tendem a proliferar e a durar muito mais.[27]

Observe que isso pode não resultar na evolução do organismo perfeito. Uma mutação “boa o bastante” conseguirá o domínio se acontecer no lugar certo na hora certa, por causa da suscetibilidade do processo evolucionário às condições iniciais; ou seja, uma pequena vantagem inicial pode se traduzir num prolongado período de dominação, sem ser necessariamente mais favorável. Vale também a pena ter em mente que, no mundo natural, a evolução não é progressiva, como se costumava pensar (notadamente pelos seguidores de Herbert Spencer). As primitivas formas de vida financeiras, como os agiotas, não estão condenadas ao esquecimento, não mais do que os procariotas microscópicos que ainda contam para a maioria das espécies da Terra. A complexidade evoluída não protege nenhum organismo, nenhuma firma contra a extinção – o destino da maioria das espécies animais e vegetais.

A analogia evolucionária é, sem dúvida, imperfeita. Quando um organismo ingere outro no mundo natural, é apenas um ato de comer, ao passo que, no mundo dos serviços financeiros, as fusões e as aquisições podem levar diretamente à mutação. Entre os organismos financeiros, não existe algo que corresponda ao papel da reprodução sexual do mundo animal (embora uma linguagem sexual vulgar seja usada com muita frequência para descrever certos tipos de transação financeira). A maior parte da mutação financeira é uma inovação consciente, em vez de mudança ocasional. Na verdade, o fato de uma firma poder se adaptar

dentro do seu próprio tempo de existência, mudando radicalmente, a evolução financeira (como a evolução cultural) talvez seja mais lamarckiana do que darwiniana, no seu caráter. Duas outras diferenças importantes serão discutidas a seguir. Todavia, a evolução certamente oferece um modelo melhor para compreender a mudança financeira do que qualquer outro que possuímos.

Noventa anos atrás, o socialista alemão Rudolf Hilferding previu um movimento inexorável na direção de uma maior concentração de propriedade no que ele denominou de capital financeiro.[28] De fato, a visão convencional do desenvolvimento financeiro enxerga o processo do ponto de vista de uma grande firma de sucesso, e uma sobrevivente. Na árvore de família oficial do Citigroup, parece que, com a passagem do tempo, numerosas pequenas firmas – que datam do City Bank of New York, fundado em 1812 – convergiram para um tronco comum, o atual conglomerado. Entretanto, essa é precisamente a maneira errada de pensar a evolução financeira ao longo do tempo, pois ela *começa* num tronco comum. Periodicamente, o tronco cria galhos quando novos tipos de bancos e outras instituições financeiras evoluem. O fato de que uma determinada firma tenha devorado com sucesso firmas menores, ao longo do caminho, é mais ou menos irrelevante. No processo evolucionário, os animais comem uns aos outros, mas essa não é a força motora atrás da mutação evolucionária e da emergência de novas espécies e subespécies. O ponto é que as economias de escala e de escopo nem sempre são a força motora na história financeira. Mais frequentemente, os motores reais são o processo de formação de espécies – pelo qual tipos inteiramente novos de firmas são criados – e os processos igualmente recorrentes de destruição criativa, pelos quais as firmas fecham as suas portas.

Vamos considerar o caso dos bancos de varejo e comerciais, em que permanece uma considerável biodiversidade. Embora existam gigantes como o Citigroup e o Bank of America, os mercados americanos e europeus ainda possuem setores de atividade bancária de varejo relativamente fragmentados. O setor de bancos cooperativos assistiu a grande parte das mudanças nos anos recentes, com elevados níveis de consolidação (especialmente depois da crise dos Savings and Loans, dos anos 1980), e a maioria das instituições se movimentou na direção da posse com participação acionária. Mas a única espécie que agora está perto da extinção no mundo desenvolvido é o banco estatal, já que a privatização varreu o mundo (embora a nacionalização do Northern Rock sugerira que a espécie pode reaparecer). Em outros aspectos, a história é a do processo de formação das espécies, a proliferação de novos tipos de instituições financeiras, que é o que esperaríamos num sistema verdadeiramente evolucionário. Apareceram muitas novas firmas de serviços financeiros “monolinha”, especialmente no setor de financiamento ao consumidor (por exemplo, a Capital One). Agora existe um número de novas “butiques” para atender o mercado da atividade bancária “private” – para clientes de maior poder financeiro. A atividade bancária direta – por telefone, ou por Internet – é outro fenômeno relativamente recente e crescente. Do mesmo modo, mesmo enquanto gigantes se formaram na esfera dos investimentos, espécies novas e mais ágeis, como

os fundos *hedge* e as parcerias de patrimônio líquido privado – *private equity* – evoluíram e proliferaram. E, como vimos no Capítulo 6, as reservas de moedas fortes que rapidamente se acumularam, nas mãos de exportadores de produtos manufaturados e de energia, estão produzindo uma nova geração de fundos soberanos.

Não somente as novas formas de firmas financeiras estão proliferando: também novas formas de serviço e de ativo financeiro. Em anos recentes, o apetite dos investidores cresceu dramaticamente para produtos e instrumentos financeiros garantidos por hipotecas ou por outros ativos. O uso dos derivativos também cresceu enormemente, com a maioria sendo comprada e vendida "por cima do balcão", numa base de encomenda pessoal, em vez de trocas públicas; uma tendência que, embora lucrativa para os vendedores de derivativos, pode ter consequências desagradáveis e involuntárias, por causa da falta da padronização desses instrumentos e o potencial para disputas jurídicas se ocorrer uma crise.

Em termos evolucionários, então, o setor de serviços financeiros parece ter passado através de uma explosão cambriana de vinte anos, com o florescimento das espécies existentes e o crescimento do número de novas espécies. Como no mundo natural, a existência de gigantes não impossibilitou a evolução e a existência continuada de espécies menores. Tamanho não é tudo, nem nas finanças, nem na natureza. De fato, as próprias dificuldades que surgem quando as firmas de capital aberto se tornam maiores e mais complexas – as "deseconomias" de escala associadas à burocracia, as pressões associadas com os relatórios trimestrais – também oferecem oportunidades para novas formas de firmas privadas. O que importa na evolução não é o seu tamanho ou (além de um certo nível) a sua complexidade. Tudo que interessa e importa é que você seja bom para sobreviver e para reproduzir os seus genes. O equivalente financeiro é ser bom em gerar resultados sobre o patrimônio líquido – a *equity* – e gerar imitadores empregando um modelo similar de negócio.

No mundo financeiro, a mutação e o processo de formação de espécies geralmente têm desenvolvido reações ao ambiente e à competição, com a seleção determinando quais os traços novos que se tornarão amplamente disseminados. Algumas vezes, como no mundo natural, o processo evolucionário tem sido submetido a grandes rupturas, na forma de choques geopolíticos e de crises financeiras. A diferença é que, naturalmente, enquanto os gigantes asteroides (como o que eliminou 85% das espécies no final do período cretáceo) são choques exógenos, as crises financeiras são endógenas ao sistema financeiro. A Grande Depressão dos anos 1930 e a Grande Inflação dos anos 1970 se distinguem como épocas de severa descontinuidade, com "extinções em massa", como os pânicos em bancários dos anos 1930 e os fracassos dos Savings and Loans dos anos 1980.

Algo semelhante poderia acontecer na nossa época? Certamente, a agressiva deterioração nas condições de crédito no verão de 2007 criou problemas agudos para muitos fundos *hedge*, deixando-os vulneráveis ao pedido de reembolso dos investidores. Mas a característica mais importante no recente arrocho de crédito tem sido a pressão sobre os bancos e as companhias de seguro. As perdas sobre os valores mobiliários garantidos por ativos e em outras formas de

dívidas de risco são calculadas em mais de US$ 1 trilhão. No momento em que escrevo este livro (maio de 2008), cerca de US$ 318 bilhões de reduções de valor (nos livros) já foram reconhecidas, o que significa que mais de US$ 600 milhões de perdas ainda terão que vir à tona. Desde o começo da crise, as instituições financeiras levantaram cerca de US$ 225 bilhões de capital novo, deixando um buraco de pouco menos de US$ 100 bilhões. Como os bancos costumam definir um coeficiente entre capital/ativos de menos de 10%, isso subentende que os balanços patrimoniais podem precisar ser encolhidos em US$ 1 trilhão. Entretanto, o colapso do chamado sistema bancário sombrio, formado por entidades fora do balanço patrimonial (como os veículos e os condutos – *conduits* – de investimento estruturado), está realmente tornando aquela contração muito difícil.

Ainda não sabemos se os bancos ocidentais mais importantes podem navegar pelo seu caminho através da crise, sem uma mudança fundamental nos acordos internacionais (Basileia I e II)[**] que governam a adequação do capital. Na Europa, por exemplo, o capital médio de um banco agora é equivalente a significativamente menos do que 10% dos seus ativos (talvez apenas 4%), comparados com cerca de 25% perto do começo do século XX. A crise de 2007 destroçou as esperanças daqueles que acreditavam que a separação da origem do risco e da administração do balanço patrimonial distribuiria o risco mais favoravelmente através do sistema financeiro. Parece inconcebível que essa crise possa passar sem fusões e aquisições adicionais, já que o relativamente forte tenderá a engolfar o relativamente fraco. As companhias seguradoras de títulos parecem destinadas a desaparecer. Alguns fundos *hedge*, ao contrário, provavelmente irão florescer no retorno da volatilidade.[***] Também parece provável que novas formas de instituições financeiras aparecerão no restolho da crise. Como Andrew Lo sugeriu: “Como com os incêndios florestais do passado nos mercados, é provável que possamos ver uma flora e uma fauna inacreditáveis brotando no seu rastro”.[29]

Existe outra grande diferença entre a natureza e as finanças. Enquanto a evolução na biologia acontece no meio ambiente natural, onde a mudança é essencialmente ocasional (daí a imagem do relojoeiro cego de Richard Dawkins), a evolução nos serviços financeiros ocorre dentro de uma estrutura regulatória na qual – para usar uma frase dos criacionistas anti-darwinianos – o “*design* inteligente” faz a sua parte. Mudanças repentinas no ambiente regulatório são bastante diferentes das mudanças repentinas no ambiente macroeconômico, que são análogas às mudanças ambientais no mundo natural. A diferença é, mais uma vez, que existe um elemento endogenético nas mudanças regulatórias, já que todos os responsáveis são, com frequência, caçadores transformados em guarda-caças, com um bom *insight* sobre a maneira como o setor privado funciona. O efeito líquido, entretanto, é similar à mudança climática na evolução biológica. Novas regras e regulamentações podem tornar traços anteriormente bons, em traços repentinamente desvantajosos. A ascensão e queda dos Savings and Loans, por exemplo, se deveu, em grande medida, às mudanças no ambiente regulatório nos Estados Unidos. Comparativamente, no rastro da crise de 2007, as mudanças regulatórias podem não ter previsto as consequências.

A declarada intenção da maioria dos reguladores é manter a estabilidade dentro do setor de serviços financeiros e, desse modo, proteger os consumidores servidos pelos bancos e a economia “real” que a indústria sustenta. As companhias em setores não financeiros são vistas como menos importantes sistemicamente para a economia como um todo, e menos críticas para a subsistência do consumidor. Em consequência, o colapso de uma grande instituição financeira, na qual consumidores de varejo perdem os seus depósitos, é um evento que qualquer regulador (e qualquer político) quer evitar a qualquer custo. Uma antiga questão, que levantou sua cabeça desde agosto de 2007, é até onde as garantias implícitas para resgatar os bancos criam um problema de perigo moral. Pois elas encorajam a frouxidão na análise dos riscos, na assunção de que o Estado intervirá para evitar a iliquidez e, até mesmo, a insolvência se uma instituição for considerada muito grande para quebrar – significando também sensível politicamente, ou também capaz de arrastar muitas outras firmas para o buraco. Da perspectiva evolucionária, entretanto, o problema parece um pouco diferente. Na verdade, pode ser indesejável ter quaisquer instituições na categoria “muito grande para quebrar”, porque o processo evolucionário pode ser frustrado, sem os acessos ocasionais de destruição criativa. A experiência do Japão nos anos 1990 permanece como uma advertência aos legisladores e reguladores de que um setor bancário inteiro pode se tornar uma espécie de mão morta econômica, se as instituições forem escoradas a despeito do baixo desempenho e se as dívidas ruins não forem canceladas.

Todo choque no sistema financeiro deve resultar em vítimas. Entregue a si mesma, a seleção natural deve trabalhar rápido para eliminar as instituições mais fracas no mercado, que, em geral, são engolidas pelas mais bem-sucedidas. Mas a maioria das crises também introduz novas regras e regulamentações, já que os legisladores e os reguladores se apressam para estabilizar o sistema financeiro e proteger o consumidor/eleitor. O ponto crítico é que a possibilidade de extinção não pode, e não deveria, ser removida por regras excessivamente precautórias. Como Joseph Schumpeter escreveu há mais de setenta anos atrás: “Esse sistema econômico não pode sobreviver sem a *ultima ratio* da completa destruição daquelas existências que são irrecuperavelmente associadas aos irremediavelmente não adaptados”. Isso significava, em sua opinião, nada menos do que o desaparecimento “daquelas firmas que são ineptas e inadequadas para viver”.[30]

Quando eu estava escrevendo este livro, frequentemente me perguntaram se eu não teria escolhido o título errado. *A ascensão do dinheiro* pode parecer e soar como uma nota impropriamente otimista (especialmente para aqueles que perdem a alusão ao livro *The Ascent of Man*,[****] de Bronowsky), numa época em que uma subida da inflação e uma busca por *commodities* parecem assinalar uma queda literal na confiança pública e no poder de compra dos dinheiros *fiat*, como o dólar. Mas, a essa altura, já deveria ser óbvio para o leitor o quão longe o nosso sistema financeiro ascendeu desde as suas distantes origens, entre os emprestadores de dinheiro da Mesopotâmia. Tem havido grandes viradas, contrações e

mortes, certamente. Mas nem mesmo o pior deles nos levou permanentemente para trás. Embora a linha da história financeira pareça os dentes de uma serra, sua trajetória é inquestionavelmente para cima.

Ainda assim, eu poderia ter, igualmente bem, prestado uma homenagem a Charles Darwin, se tivesse chamado o livro de *The Descent of Finance* [A descensão das finanças], porque a história que contei é autenticamente evolucionária. Quando sacamos dinheiro das caixas automáticas, ou investimos uma parte dos nossos salários mensais em títulos e ações, ou fazemos o seguro dos nossos carros, ou re-hipotecamos as nossas casas, ou renunciamos ao preconceito do nacional a favor dos mercados emergentes, estamos entrando em transações com muitos antecedentes históricos.

Permaneço mais ou menos convencido de que, até que possamos compreender inteiramente a origem das espécies financeiras, jamais compreenderemos a verdade fundamental sobre o dinheiro: que, longe de ser "um monstro que deve ser colocado de volta no seu lugar", como o presidente alemão reclamou recentemente,[31] os mercados financeiros são como o espelho da humanidade, revelando a cada hora de cada dia de trabalho a maneira como valorizamos a nós mesmos, e os recursos do mundo ao nosso redor.

Não é culpa do espelho se ele reflete nossos defeitos tão claramente quanto a nossa beleza.

---

* Como Peter Bernstein disse: "Nós despejamos dados do passado... mas os dados do passado... constituem mais uma sequência de eventos do que um conjunto de observações independentes, que é o que as leis da probabilidade exigem. A história nos provê com apenas um modelo de... mercados de capital, não com milhares de números separados e distribuídos ao acaso". O mesmo problema – que o tamanho da amostra é efetivamente um – é, naturalmente, inerente em geologia, uma ciência histórica mais avançada do que a história financeira, como observou Larry Neal.

** Sob as regras do Basileia I, acertadas em 1988, os ativos dos bancos são divididos em cinco categorias, de acordo com o risco do crédito, carregando riscos com pesos ordenados de 0% (por exemplo, títulos do governo do país natal) a 100% (dívida corporativa). Exige-se que os bancos internacionais mantenham capital igual a 8% dos seus valores mobiliários com peso de risco. O acordo de Basileia II, publicado pela primeira vez em 2004, mas que vem só gradualmente sendo adotado no mundo inteiro, estabelece mais regras complexas, distinguindo entre risco de crédito, risco opcional e risco de mercado, sendo que este último determina o uso de modelos do valor no risco (VaR). Ironicamente, à luz de 2007 e 2008, o risco de liquidez é combinado com outros riscos sob o cabeçalho "risco residual". Essas regras inevitavelmente entram em conflito com o incentivo que todos os bancos têm para minimizar seu capital, e desse modo aumentar seu lucro sobre o patrimônio líquido.

*** Nas palavras de Andrew Lo, do MIT: "Os fundos *hedge* são as ilhas Galápagos das finanças... O índice de inovação, de evolução, de competição, de adaptação, de nascimentos e mortes, a esfera inteira dos fenômenos evolucionários, ocorrem num ritmo extraordinariamente rápido".

**** *A ascensão do homem* (livre tradução), de Jacob Bronowski, 1974. (N. E.)

Agradecimentos

Embora escrever seja uma atividade solitária, nenhum livro é uma aventura solo. Sou grato às equipes dos seguintes arquivos: Amsterdam Historical Museum – Museu Histórico de Amsterdã; Biblioteca Nacional, Paris; British Museum, Londres; Cotton Museum at the Memphis Cotton Exchange – Museu do Algodão na Bolsa do Algodão de Memphis; Dutch National Archives – Arquivos Nacionais Holandeses, Haia; Louisiana State Museum – Museu do Estado da Louisiana, Nova Orleans; Arquivos Medici, no Arquivo da Cidade de Florença; National Archives of Scotland – Arquivos Nacionais da Escócia, Edimburgo; Biblioteca Nacional, Veneza; Rothschild Archive – Arquivo Rothschild, Londres; Scottish Widows Archive – Arquivo das Viúvas Escocesas, Edimburgo. Numerosos estudiosos, acadêmicos e bibliotecários responderam generosamente ao meu pedido de ajuda. Em particular, gostaria de agradecer a Melaine Aspey, Tristram Clarke, Florence Groshens, Francesco Guidi-Bruscoli, Greg Lambousy, Valerie Moar, Liesbeth Strasser, Jonathan Taylor e Lodewijk Wagenaar. Também contei com uma valiosa pesquisa de Andrew Novo.

Agradecimentos especiais vão para o seleto grupo de especialistas financeiros que concordaram em ser entrevistados para registro: Domingo Cavallo, Joseph DiFatta, John Elick, Kenneth Griffin, William Gross, José Piñera, *Lord* Rothschild, *Sir* Evelyn de Rothschild, Richard Scruggs, George Soros, George Stevenson, Carmen Velasco, Paul Volcker, Sherron Watkins e Robert Zoellick. Também aprendi muito de conversas informais com os participantes de eventos organizados pelo Morgan Stanley e pelo GLG Partners.

Este é um livro Penguin nos dois lados do Atlântico. Em Nova York, foi um prazer e um privilégio ser editado pela primeira vez por Ann Godoff. Em Londres, Simon Winder tomou todos os cuidados para que nenhum jargão ininteligível chegasse até a impressão. Michael Page fez um trabalho soberbo como revisor-editor. Agradecimentos também são devidos a Richard Duguid, Ruth Stimson, Rosie Glaisher, Alice Dawson, Helen Fraser, Stefan McGrath, Ruth Pinkney e Penelope Vogler.

Como os meus últimos três livros, *A ascensão do dinheiro* era, desde a sua concepção inicial, uma série de televisão, e também um livro. No Canal 4, em Londres, devo gratidão a Julian Bellamy, Ralph Lee, Kevin Lygo e, acima de todos, a Hamish Mykura. Nossas tensões ocasionais sempre foram criativas. No W-NET/Canal 13, em Nova York, Stephen Segaller tem sido um apoio inestimável. Sou especialmente grato à equipe de busca de patrocínio do Canal 13, liderada por Barbara Bantivoglio, por todos os seus esforços. A série e o livro não teriam sido feitos sem a extraordinária equipe reunida pela Chimerica Media: Dewald Aukema, nosso incomparável câmera, Rosalind Bentley, nossa pesquisadora, Vaughan Matthews, nosso *cameraman* adicional, Paul Paragon e Ronald van der Speck, nossos técnicos de som, Joanna Potts, nossa assistente de produção, Vivienne Steel, nossa gerente de produção, e Charlotte Wilkins, nossa coordenadora de produção – não esquecendo sua predecessora, Hedda Archbold. Para Melanie Fall e Adrian Pennink, meus parceiros chimericanos, basta dizer que, sem eles, *A ascensão do dinheiro* jamais teria decolado.

Entre as muitas pessoas que nos ajudaram a filmar a série, um número de “mediadores” saiu dos seus cuidados para ajudar. Meus agradecimentos vão para Sergio Ballivian, Rudra Banerji, Matias de Sá Moreira, Makarena Gagliardi, Laurens Grant, Juan Harrington, Fernando Mecklenburg, Alexandra Sanchez, Tiziana Tortarolo, Khaliph Troup, Sebastiano Venturo e Eelco Vijzelaar. Chris Wilson garantiu que eu não perdesse nenhum voo.

Sou muito afortunado por poder ter em Andrew Wylie o melhor agente literário do mundo, e em Sue Ayton, sua homóloga na esfera da televisão britânica. E devo agradecimentos também a James Pullen e a todos das equipes dos escritórios da Wylie Agency, em Londres e em Nova York.

Vários historiadores, economistas e profissionais das finanças leram generosamente todo ou partes do manuscrito em rascunho, ou discutiram assuntos fundamentais. Gostaria de agradecer a Rawi Abdelal, Ewen Cameron Watt, Richart Carty, Rafael DiTella, Mohamed El-Erian, Benjamin Friedman, Brigitte Granville, Laurence Kotlikoff, Robert Litan, George Magnus, Ian Mukherjee, Greg Peters, Richard Roberts, Emmanuel Roman, William Silber, André Stern, Lawrence Summers, Richard Sylla, Nassim Taleb, Peter Temin e James Tisch. Desnecessário dizer que todos os erros, de fatos e de interpretação que permaneceram, são de minha total responsabilidade.

Este livro foi pesquisado e escrito numa época de considerável tumulto pessoal. Sem a compreensão e o apoio de três instituições acadêmicas teria sido simplesmente impossível. Na Oxford University, eu gostaria de agradecer ao diretor e aos pesquisadores do Jesus College e do Oriel College, e aos bibliotecários da Bodleian. Na Hoover Institution, de Stanford, eu agradeço muito a John Raisian, o diretor, e a sua excelente equipe, particularmente Jeff Bliss, William Bonnett, Noel Kolak, Richard Sousa, Celeste Szeto, Deborah Ventura, Dan Wilhelmi. Os meus colegas pesquisadores da Hoover Felows que ajudaram ou inspiraram este trabalho incluem Robert Barro, Stephen Haber, Alvin Rabushka e Barry Weingast.

Meus maiores e mais profundos agradecimentos, entretanto, vão para os meus colegas em Harvard. Seria por demais longo agradecer a cada membro do departamento de História de Harvard, e assim eu me limitarei àqueles que contribuíram diretamente para este projeto. Charles Maier tem sido uma fonte constante de inspiração e de amizade. Jim Hankins me ofereceu hospitalidade e ajuda em Florença. Eu também gostaria de agradecer a David Armitage, Erez Manela, Ernest May e Daniel Sargent (agora, ai de mim, perdido para Berkeley), por estabelecerem a História Internacional como o ambiente perfeito para a pesquisa histórica interdisciplinar. Andrew Gordon e seu sucessor James Kloppenberg presidiram o departamento com notável competência e sensibilidade. E, sem Janet Hatch e sua equipe, pelo menos uma de três áreas – administração, pesquisa e ensino – teriam desmontado completamente.

No Centro de Estudos Europeus tive a sorte de dividir o espaço e os pensamentos com, entre outros, David Blackbourn, Patricia Craig, Paul Dzuz, Patrice Higonnet, Stanley Hoffman, Maya Jasanoff, Katiana Orluc, Anna Popiel, Sandy Selesky, Cindy Skach, Michelle Weitzel e Daniel Ziblatt.

Mas, acima de tudo, foram os meus colegas da Harvard Business School que tiveram que aguentar a tensão em 2006 e 2007. Em primeiro, e acima de tudo, agradeço ao reitor Jay Light por ter sido tão bondoso comigo na hora da crise. Mas também sou grato a todos os membros da Business and Government, na unidade de International Economy, por terem tolerado minhas ausências imprevistas, em particular Richard Vietor, a quem eu deixei em apuros, e também a Rawi Abdelal, Laura Alfaro, Diego Comin, Arthur Daemmrich, Rafael DiTella, Catherine Duggan, Lakshmi Iyer, Noel Maurer, David Moss, Aldo Musacchio, Forest Reinhardt, Julio Rotemberg, Debora Spar, Gunnar Trumbull, Louis Wells e Eric Werker. Zac Pelleriti proveu uma vital assistência administrativa.

Minha gratidão também é devida a Steven Bloomfield e aos seus colegas no Weatherhead Center for International Affairs; a Graham Allison e a todos no Belfer Center for Science and International Affairs; Claudia Goldin e os outros participantes do Workshop in Economic History; e, por último, mas não menos importante, a Dorothy Austin, Diana Eck e todos os outros residentes da Lowell House.

Finalmente, agradeço a todos os meus alunos nos dois lados do rio Charles, particularmente aqueles nas minhas classes 1ob, 1961, 1964 e 1965. Aprendi muito com seus ensaios e com as incontáveis conversas formais e informais que fazem do trabalho em Harvard ser essa alegria.

Na época em que este livro estava sendo escrito, minha mulher Susan batalhou seu caminho de volta de um sério acidente e de outros problemas. Para ela e os nossos filhos, Felix, Freya e Lachlan, devo a maior de todas as gratidões. Apenas gostaria de ser capaz de lhes retribuir numa moeda mais sólida.

Cambridge, Massachusetts, junho de 2008

Notas

Introdução

1 Para ser preciso, esse foi o aumento da renda pessoal disponível *per capita*, entre o terceiro trimestre de 2006 e o terceiro trimestre de 2007. Desde então, mal vem crescendo entre março de 2007 e março de 2008. Dados do *Economic Report of the President 2008* [Relatório econômico do presidente 2008], quadro B-31: http:// www.gpoaccess.gov/eop/.

2 Carmen DeNavas-Walt, Bernadette D. Proctor e Jessica Smith, *Income, Poverty and Health Insurance Coverage in the United States*: *2006* [Renda, propriedade e cobertura do seguro de saúde nos Estados Unidos: 2006] (Washington, DC, agosto 2007), p. 4.

3 *We See Opportunity: Goldman Sachs 2007 Annual Report* [Nós vemos oportunidade: relatório anual do Goldman Sachs] (Nova York, 2008).

4 Paul Collier, *The Bottom Billion: Why the Poorest Countries Are Failing and What Can Be Done About It* [O cerne do bilhão: por que os países mais pobres estão fracassando e o que pode ser feito a respeito] (Oxford, 2007).

5 David Wessel, "A Source of our Bubble Trouble" [Uma fonte do nosso problema da bolha], *Wall Street Journal,* 17 de janeiro de 2008.

6 Stephen Roach, "Special Compendium: Lyford Cay 2006" [Compêndio especial: Lyford Cay], *Morgan Stanley Research* (21 de novembro de 2006), p. 4.

7 Milton Friedman and Anna J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960* [Uma história monetária dos Estados Unidos, 1867-1960] (Princeton, 1963).

8 Princeton Survey Research Associates International, preparado para a The National Foundation for Credit Counseling [Fundação Nacional para o Aconselhamento de Crédito], "Financial Literacy Survey" [Levantamento de instrução financeira], 19 de abril de 2007: http://www.nfcc.org/NFCC_Summary Report_ToplineFinal.pdf.

9 Alexander R. Konrad, "Finance Basics Elude Citizens" [As finanças básicas escapam aos cidadãos], *Harvard Crimson*, 2 de fevereiro de 2008.

10 Associated Press, "Teens Still Lack Financial Literacy, Survey Finds" [Levantamento descobre que adolescentes ainda não possuem instrução financeira], 5 de abril de 2006: http://www.msnbc.msn.com/id/12168872/.

1. Sonhos de Ganância

1 "A World without Money" [Um mundo sem dinheiro], *Socialist Standard* (julho de 1979). A passagem foi um extrato traduzido de "Les Amis de Quatre Millions de Jeune Travailleurs" [Os amigos de quatro milhões de jovens trabalhadores],

Un monde sans argent: *le communisme* [Um mundo sem dinheiro: o comunismo] (Paris, 1975-6): http://www.geocities.com/~johngray/stanmond.htm.

2 De fato, os próprios Marx e Engels recomendaram não a abolição do dinheiro, mas a "Centralização do crédito nas mãos do Estado, através de um banco nacional, com capital estatal e um monopólio exclusivo": cláusula 5 do *Manifesto comunista*.

3 Juan Forero, "Amazonian Tribe Suddenly Leaves Jungle Home" [Tribo amazônica repentinamente abandona a sua morada], 11 de maio de 2006: http://www.entheology.org/edoto/anmviewer.asp?a=244.

4 Clifford Smith, *Francisco Pizarro and the Conquest of Peru* [Francisco Pizarro e a conquista do Peru] (White-fish, Montana, 2007 [1931]).

5 Michael Wood, *Conquistadors* [Conquistadores] (Londres, 2001), p. 128.

6 Para um relato vívido do ponto de vista dos conquistadores, que deixa claro que o ouro era o seu principal motivo, ver a carta de novembro de 1533, de Hernando Pizarro para a Academia Real de Santo Domingo, em Clements R. Markham (ed.), *Reports on the Discovery of Peru* [Relatos sobre a conquista do Peru] (Londres, 1872), p. 113-27.

7 M. A. Burkholder, *Colonial Latin America* [América Latina colonial] (2a ed., Oxford, 1994), p. 46.

8 J. Hemming, *Conquest of the Incas* [A conquista dos incas] (Londres, 2004), p. 77.

9 *Ibid.* p. 355.

10 Wood, *Conquistadors* [Conquistadores], p. 38, 148.

11 Hemming, *Conquest* [Conquista], p. 392.

12 P. Bakewell, *A History of Latin America* [Uma história da América Latina] (2a ed., Oxford, 2004), p. 186.

13 Hemming, *Conquest,* p. 356 e seg.

14 Ver Alexander Murray, *Reason and Society in the Middle Ages* [Razão e sociedade na Idade Média] (Oxford, 2002), p. 25-58.

15 Ver Thomas J. Sargent e François R. Velde, *The Big Problem of Small Change* [O grande problema da pequena mudança] (Princeton, NJ, 2002).

16 Bakewell, *History of Latin America*, p. 182.

17 Mauricio Drelichman e Hans-Joachim Voth, "Institutions and the Resource Curse in Early Modern Spain" [Instituições e o curso do recurso no começo da Espanha moderna], estudo apresentado na CIAR Institutions, Organizations, and Growth Program Meeting, em Toronto, 16-18 de março de 2007.

18 Hans J. Nissen, Peter Damerow e Robert K. Englund, *Archaic Bookkeeping: Early Writing and Techniques of Economic Administration in the Ancient Near East* [Contabilidade arcaica: escrita e técnicas antigas da administração econômica no antigo Oriente Próximo] (Londres, 1993).

19 Sou grato ao dr. John Taylor do British Museum, por sua ajuda especializada para decifrar as inscrições cuneiformes. Também aprendi muito no "museu virtual" de Martin Schubik, em Yale: http://www.museumofmoney.org/babylon/.

20 Glyn Davies, *A History of Money: From Ancient Times to the Present Day* [Uma história do dinheiro: dos tempos antigos aos dias de hoje] (Cardiff, 1994); Jonathan Williams, Joe Cribb e Elizabeth Errington (eds.), *Money: A History* [Dinheiro: uma história] (Londres, 1997).

21 Ver Marc Van De Mieroop, *Society and Enterprise in Old Babylonian Ur* [Sociedade e empresa na Ur da antiga Babilônia] (Berlim, 1992), e os ensaios no livro de Michael Hudson e Marc Van De Mieroop (eds.), *Debt and Economic Renewal in the Ancient Near East*, vol. III [Dívida e renovação econômica no antigo Oriente Próximo] (Bethesda, MD, 1998); Jack M. Sassoon, Gary Beckman e Karen S. Rubinson, *Civilizations of the Ancient Near East*, vol. III [Civilizações do antigo Oriente Próximo] (Londres, 2000).

22 William N. Goetzmann, "Fibonacci and the Financial Revolution" [Fibonacci e a revolução financeira], estudo NBER 10352 (março de 2004).

23 John H. Munro, "The Medieval Origins of the Financial Revolution: Usury, Rente and Negotiability" [As origens medievais da revolução financeira: usura, *rentes* e negociação], *International History Review*, 25, 3 (setembro de 2003), p. 505-62.

24 Sobre as vantagens das cidades italianas para acolher as comunidades judaicas, ver Maristella Botticini, "A Tale of

‘Benevolent’ Governments: Private Credit Markets, Public Finance, and the Role of Jewish Lenders in Renaissance Italy” [Um conto de governos “benevolentes”: mercados de crédito privado, finanças públicas e o papel dos prestamistas judeus na Itália do Renascimento], *Journal of Economic History*, 60, 1 (março de 2000), p. 164-89.

25 Frederic C. Lane, *Venice: A Maritime Republic* [Veneza: uma república marítima] (Baltimore, 1973), p. 300.

26 *Idem*,“Venetian Bankers, 1496-1533: A Study in the Early Stages of Deposit Banking” [Banqueiros venezianos, 1496-1533: um estudo dos primeiros estágios dos depósitos bancários], *Journal of Political Economy*, 45, 2 (abril de 1937), p. 187-206.

27 Benjamin C. I. Ravid, “The First Charter of the Jewish Merchants of Venice” [O primeiro alvará dos mercadores judeus de Veneza], *AJS Review*, 1 (1976), p. 190 e seg.

28 *Idem*, “The Legal Status of the Jewish Merchants of Venice, 1541-1638” [O *status* legal dos mercadores judeus de Veneza], *Journal of Economic History*, 35, 1 (março de 1975), p. 274-9.

29 Rhiannon Edward, “Loan Shark Charged 11m per cent Interest” [Agiotas cobravam 11 milhões por cento de juros], *Scotsman*, 18 de agosto de 2006.

30 John Hale, *The Civilization of Europe in the Renaissance* [A civilização da Europa no Renascimento] (Londres, 1993), p. 83.

31 Gene A. Brucker, “The Medici in the Fourteenth Century” [Os Medici no século XIV], *Speculum*, 32, 1 (janeiro de 1957), p. 13.

32 John H. Munro, “The Medieval Origins of the Financial Revolution: Usury, Rentes, and Negotiability” [As origens medievais da revolução financeira: usura, *rentes* e negociação], *International History Review*, 25, 3 (setembro de 2003), p. 505-62.

33 Richard A. Goldthwaite, “The Medici Bank and the World of Florentine Capitalism” [O banco Medici e o mundo do capitalismo florentino], *Past and Present*, 114 (fevereiro de 1987), p. 3-31. Sobre o pano de fundo da ascensão dos Medici, ver de Raymond de Roover, *The Rise and Decline of the Medici Bank*, *1397-1494* [A ascensão e queda do banco Medici] (Cambridge, MA, 1963), p. 9-34.

34 Arquivos Estatais de Veneza, Mediceo Avanti Principato, MAP 133, 134, 153.

35 Franz-Josef Arlinghaus, “Bookkeeping, Double-entry Bookkeeping” [Contabilidade, contabilidade de partida dobrada], em Christopher Kleinhenz (ed.), *Medieval Italy: An Encyclopedia*, vol. 1 [Itália medieval: uma enciclopédia] (Nova York, 2004). O primeiro livro que descreveu o método foi o de Benedetto Cotrugli, *Il libro dell’arte di mercatura* [O livro da arte do comércio], publicado em 1458.

36 Raymond de Roover, “The Medici Bank: Organization and Management” [O banco Medici: organização e administração], *Journal of Economic History*, 6, 1 (maio de 1946), p. 24-52.

37 Arquivos Estatais de Veneza, Archivio del Monte, Catasto de 1427. Sou grato ao dr. Francesco Guidi, por sua ajuda em relação aos papéis Medici, nos Arquivos Estatais de Florença.

38 Raymond de Roover, “The Decline of the Medici Bank” [O declínio do banco Medici], *Journal of Economic History*, 7, 1 (maio de 1947), p. 69-82.

39 Stephen Quinn e William Roberds, “The Big Problem of Large Bills: The Bank of Amsterdam and the Origins of Central Banking” [O problema das notas grandes: o banco de Amsterdã e as origens dos bancos centrais], estudo do Federal Reserve Bank of Atlanta, 2005, 16 (agosto de 2005).

40 Ver, por exemplo, Peter L. Rousseau e Richard Sylla, “Financial Systems, Economic Growth, and Globalization” [Sistemas financeiros, crescimento econômico e globalização], em Michael D. Bordo, Alan M. Tayor e Jeffrey G. Williamson (eds.), *Globalization in Historical Perspective* [Globalização na perspectiva histórica] (Chicago/Londres, 2003), p. 373-416.

41 Ver Charles P. Kindleberger, *A Financial History of Western Europe* [Uma história financeira da Europa ocidental] (Londres, 1984), p. 94.

42 Walter Bagehot, *Lombard Street: A Description of the Money Market* [Lombard Street: uma descrição do mercado de dinheiro] (Londres, 1873).

43 Citado em Charles P. Kindleberger, *Financial History*, p. 87.

44 Niall Ferguson e Oliver Wyman, *The Evolution of Financial Services: Making Sense of the Past, Preparing for the*

Future [A evolução dos serviços financeiros: compreendendo o passado, preparando para o futuro] (Londres/Nova York, 2007), p. 34. Ver também a p. 40, para uma medida composta da liquidez global.

45 *Ibid*., p. 63.

46 *Ibid*., p. 48.

47 http://www.bis.org/statistics/bankstats.htm.

48 *Lord* Victor Rothschild, *Meditations of a Broomstick* [Meditações de um cabo de vassoura] (Londres, 1977), p. 17.

2. Servidão Humana

1 David Wessel e Thomas T. Vogel Jr., "Arcane World of Bonds is Guide and Beacon to a Populist President" [Mundo arcano de títulos é guia e farol para presidente populista], Wall Street Journal, 25 de fevereiro de 1993, p. A1.

2 Raymond Goldsmith, *Premodern Financial Systems* [Sistemas financeiros pré-modernos] (Cambridge, 1987), p. 157 e seg., 164-9.

3 Ver M. Veseth, *Mountains of Debt: Crisis and Change in Renaissance Florence, Victorian Britain and Postwar America* [Montanhas de dívidas: crise e mudança na Florença renascentista, na Grã-Bretanha vitoriana e na América pós-guerra] (Nova York/Oxford, 1990).

4 John H. Munro, "The Origins of the Modern Financial Revolution: Responses to Impediments from Church and State in Western Europe, 1200-1600" [As origens da revolução financeira moderna: respostas aos impedimentos do Estado e da Igreja na Europa ocidental], estudo 2, para a University of Toronto (6 de julho de 2001), p. 7.

5 James Macdonald, *A Free Nation Deep in Debt: The Financial Roots of Democracy* [Uma nação livre atolada em dívida: as raízes financeiras da democracia] (Nova York, 2003), p. 81 e seg.

6 Jean-Claude Hocquet, "City-State and Market Economy" [Cidade-Estado e economia de mercado], em Richard Bonney (ed.), *Economic Systems and State Finance* [Sistemas econômicos e finanças estatais] (Oxford, 1995), p. 87-91.

7 Jean-Claude Hocquet, "Venice" [Veneza], em Richard Bonney (ed.), *The Rise of the Fiscal State in Europe*, *c. 1200-1815* [A ascensão do Estado fiscal na Europa] (Oxford, 1999), p. 395.

8 Frederic C. Lane, *Venice: A Maritime Republic* [Veneza: uma república marítima] (Baltimore, 1973), p. 323.

9 *Idem*, "Venetian Bankers, 1496-1533: A Study in the Early Stages of Deposit Banking" [Banqueiros venezianos, 1496-1533: um estudo dos estágios iniciais dos depósitos bancários], *Journal of Political Economy*, 45, 2 (abril de 1937), p. 197 e seg.

10 Munro, "Origins of the Modern Financial Revolution"[Origens da revolução financeira moderna], p. 15 e seg.

11 Martin Körner, "Public Credit" [Crédito público], em Richard Bonney (ed.), *Economic Systems and State Finance* [Sistemas econômicos e finanças estatais] (Oxford, 1995), p. 520 e seg., 524 e seg. Ver, também, de Juan Gelabert, "Castile, 1504-1808" [Reino de Castela], em Richard Bonney (ed.), *The Rise of the Fiscal State in Europe*, *c. 1200-1815* (Oxford, 1999), p. 208 e seg.

12 Marjolein 't Hart, "The United Provinces 1579-1806" [As Províncias Unidas], em Richard Bonney (ed.) *The Rise of the Fiscal State in Europe, c. 1200-1815* (Oxford, 1999), p. 311 e seg.

13 Douglass C. North e Barry R. Weingast, "Constitutions and Commitment: The Evolution of Institutions Governing Public Choice in Seventeenth-Century England" [Constituições e compromisso: a evolução da escolha pública das instituições governamentais na Inglaterra do século XVII], *Journal of Economic History*, 49, 4 (1989), p. 803-32. O relato clássico sobre a revolução financeira britânica é de P. G. M. Dickson, *The Financial Revolution in England: A Study in the Development of Public Credit*, *1688-1756* [A revolução financeira na Inglaterra: um estudo do desenvolvimento do crédito público] (Londres, 1967).

14 O melhor relato sobre a crise financeira do *ancien régime* é de J. F. Bosher, *French Finances, 1770-1795* [Finanças francesas] (Cambridge, 1970).

15 Larry Neal, *The Rise of Financial Capitalism: International Capital Markets in the Age of Reason* [A ascensão do capitalismo financeiro: mercados de capital internacional na idade da razão] (Cambridge, 1990).

16 *Hansard*, New Series, vol. XVIII, p. 540-43.

17 Para um relato detalhado, ver, de Niall Ferguson, *The World's Banker: The History of the House of Rothschild* [O banqueiro do mundo: a história da casa dos Rothschild] (Londres, 1998). Ver também *Herbert H. Kaplan, Nathan Mayer Rothschild and the Creation of a Dynasty: The Critical Years, 1806-1816* [Herbert K. Kaplan, Nathan Mayer Rothschild e a criação de uma dinastia: os anos críticos] (Stanford, 2006).

18 Arquivo Rothschild, Londres, XI/109, Nathan Rothschild para seus irmãos Amschel, Carl e James, 2 de janeiro de 1816.

19 Arquivo Rothschild, Londres, XI/109/2/2/156, de Salomon, Paris, para Nathan, em Londres, 29 de outubro de 1815.

20 Ver *Lord* Victor Rothschild, *The Shadow of a Great Man* [A sombra de um grande homem] (Londres, 1982).

21 Philip Ziegler, *The Sixth Great Power: Barings, 1762-1929* [O sexto grande poder: Barings] (Londres, 1988), p. 94 e seg.

22 Heinrich Heine, *Ludwig Börne – ein Denkschrift: Sämtliche Schriften* [Ludwig Börne – escrito comemorativo: obra completa], vol. IV (Munique, 1971), p. 27.

23 Heinrich, Heine, "Lutetia", in *Sämtliche Schriften*, vol. V (Munique, 1971), p. 321 e seg., 353.

24 Anônimo, *The Hebrew Talisman* [O talismã hebreu] (Londres, 1840), p. 28 e seg.

25 Henry Iliowzi, *"In the Pale": Stories and Legends of the Russian Jews* [No território de assentamento: estórias e lendas dos judeus russos] (Filadélfia, 1897).

26 Richard McGregor, "Chinese Buy into Conspiracy Theory" [Os chineses acreditam na teoria da conspiração], *Financial Times*, 26 de setembro de 2007.

27 Marc Flandreau e Juan H. Flores, "Bonds and Brands: Lessons from the 1820s" [Títulos e marcas: lições dos anos 1820], Center for Economic Policy Research Discussion Paper, 6420 (agosto de 2007).

28 Para uma lista mais completa de todos os títulos emitidos, aos quais os Rothschild estiveram associados de alguma maneira, ver, de J. Ayer, *A Century of Finance, 1804 to 1904: The London House of Rothschild* [Um século de finanças, 1804 a 1904: a casa Rothschild em Londres] (Londres, 1904), p. 14-42.

29 Sobre Amsterdã, ver, de James C. Riley, *International Government Finance and the Amsterdam Capital Market* [Finanças internacionais do governo e o mercado de capital em Amsterdã] (Cambridge, 1980), p. 119-94.

30 Niall Ferguson, "The First 'Eurobonds': The Rothschilds and the Financing of the Holy Alliance, 1818-1822" [Os primeiros "eurobonds": os Rothschild e o financiamento da Sagrada Aliança], em William N. Goetzmann e K. Geert Rouwenhorst (eds.), *The Origins of Value: The Financial Innovations that Created Modern Capital Markets* [As origens do valor: as inovações financeiras que criaram os modernos mercados de capital] (Oxford, 2005), p. 311-23.

31 Johann Heinrich Bender, *Über den Verkehr mit Staatspapieren in seinen Hauptrichtungen… Als Beylageheft zum Archiv für die Civilist(ische) Praxis*, vol. VIII (Heidelberg, 1825), p. 6 e seg.

32 Heine, *Ludwig Börne*, p. 28

33 Alfred Rubens, *Anglo-Jewish Portraits* [Retratos anglo-judaicos] (Londres, 1935), p. 299.

34 *The Times*, 15 de janeiro de 1821.

35 Bertrand Gille, *Histoire de la Maison Rothschild*, vol. I: *Des origines à 1848* [História da casa Rothschild, vol. I: Das origens até 1848] (Genebra, 1965), p. 487.

36 Richard Hofstadter, *The Age of Reform from Bryan to F. D. R.* [A era da reforma de Bryan a F. D. R.] (Londres, 1962), p. 75 e seg.

37 Hermann Fürst Pückler, *Briefe eines Verstorbenen* [Cartas de um modo], ed. Heinz Ohff (Kupfergraben, 1986), p. 7.

38 J. A. Hobson, *Imperialism: A Study* [Imperialismo: um estudo] (Londres, 1902), Parte I, cap. 4.

39 Ver e.g. Douglas B. Ball, *Financial Failure and Confederate Defeat* [Fracasso financeiro e derrota confederada] (Urbana, 1991).

40 Irving Katz, *August Belmont: A Political Biography* [August Belmont: uma biografia política] (Nova York, 1968), esp. p. 96-9.

41 S. Diamond (ed.) *A Casual View of America: The Home Letters of Salomon de Rothschild, 1859-1861* [Uma visão casual da América: as cartas familiares de Salomon Rothschild] (Londres, 1962).

42 Ver Rudolf Glanz, “The Rothschild Legend in America” [A lenda Rothschild na América], *Jewish Social Studies*, 19 (1957), p. 3-28.

43 Marc D. Weidenmier, “The Market of Confederate Cotton Bonds” [O mercado dos títulos do algodão confederado], *Explorations in Economic History*, 37 (2000), p. 76-97. Ver também *idem*, “Turning Points in the U.S. Civil War: Views from the Grayback Market” [Momentos decisivos na Guerra Civil dos EUA: opiniões sobre o mercado de Grayback], *Southern Economic Journal*, 68, 4 (2002), p. 875-90.

44 Ver, de W. O. Henderson, *The Lancashire Cotton Famine: 1861-1865* [A fome de algodão em Lancashire] (Manchester, 1934); Thomas Ellison, *The Cotton Trade of Great Britain* [O comércio de algodão na Grã-Bretanha] (Nova York, 1968 [1886]).

45 Marc D. Weidenmier, “Comrades in Bonds: The Subsidized Sale of Confederate War Debt to British Leaders” [Companheiros nos títulos: a venda subsidiada da dívida confederada da guerra para os líderes britânicos], estudo do Claremont McKenna College (fevereiro de 2003).

46 Richard Roberts, *Schroders: Merchants and Bankers* [Os Schroders: mercadores e banqueiros] (Basingstoke, 1992), p. 66 e seg.

47 Richard C. K. Burdekin e Marc D. Weidenmier, “Inflation is Always and Everywhere a Monetary Phenomenon: Richmond *vs.* Houston in 1864” [A inflação é sempre e em todos os lugares um fenômeno monetário: Richmond *vs.* Houston em 1864], *American Economaic Review*, 91, 5 (dezembro de 2001), p. 1621-30.

48 Richard Burdekin e Marc Weidenmier, “Suppressing Asset Price Inflation: The Confederate Experience, 1861-1865” [Suprimindo a inflação do preço dos ativos: a experiência confederada], *Economic Inquiry*, 41, 3 (julho de 2003), 420-32. Cf. Eugene M. Lerner, “Money, Prices and Wages in the Confederacy, 1861-65” [Dinheiro, preços e salários na Confederação], *Journal of Political Economy,* 63, 1 (fevereiro de 1955), p. 20-40.

49 Frank Griffith Dawson, *The First Latin American Debt Crisis* [A primeira crise da dívida latino-americana] (Londres, 1990).

50 Kris James Mitchener e Marc Weidenmier, “Supersanctions and Sovereign Debt Repayment” [Supersanções e o pagamento da dívida soberana], estudo do NBER 11472 (2005).

51 Niall Ferguson e Moritz Schularick, “The Empire Effect: The Determinants of Country Risk in the First Age of Globalization, 1880-1913” [O efeito do império: os determinantes do risco país na primeira era da globalização], *Journal of Economical History*, 66, 2 (junho de 2006), p. 283-312.

52 Kris James Mitchener e Marc Weidenmier, “Empire, Public Goods, and the Roosevelt Corollary” [Império, bens públicos e o corolário Roosevelt], *Journal of Economic History*, 65 (2005), p. 658-92.

53 William Cobbett, *Rural Rides* [Passeios rurais] (Londres, 1985 [1830]), p. 117.

54 *Ibid*., p. 34, 53.

55 M. de Cecco, *Money and Empire: The International Gold Standard*, *1890-1914* [Dinheiro e império: o padrão internacional do ouro] (Oxford, 1973).

56 Theo Balderston, “War Finance and Inflation in Britain and Germany, 1914-1918” [Guerra financeira e a inflação da Grã-Bretanha e Alemanha], *Economic History Review*, 42, 2 (maio de 1989), p. 222-44.

57 Calculado de B. R. Mitchell, *International Historical Statistics*: *Europe, 1750-1993* [Estatísticas históricas internacionais] (Londres, 1998), p. 358 e seg.

58 Jay Winter e Jean-Louis Robert (eds.), *Capital Cities at War: Paris, London, Berlin 1914-1919* [Capitais em guerra: Paris, Londres, Berlim 1914-1919], Studies in the Social and Cultural History of Modern Warfare, n. 2 (Cambridge, 1997), p. 259.

59 Gerald D. Feldman, *The Great Disorder: Politics, Economy and Society in the German Inflation, 1914-1924* [A grande desordem: política, economia e sociedade na inflação alemã] (Oxford/Nova York, 1997), p. 211-54.

60 Elias Canetti, *Crowds and Power* [Massas e poder] (Nova York, 1988), p. 186.

61 John Maynard Keynes, *A Tract on Monetary Reform* [Um tratado sobre a reforma monetária], reeditado em *Collected Writings*, vol. IV (Cambridge, 1971), p. 3, 29, 36.

62 John Maynard Keynes, *The Economic Consequences of the Peace* [As consequências econômicas da paz] (Londres, 1919), p. 220-33.

63 Frank Whitson Fetter, "Lenin, Keynes and Inflation" [Lênin, Keynes e inflação], *Economica,* 44, 173 (fevereiro de 1977), p. 78.

64 William C. Smith, "Democracy, Distributional Conflicts and Macro-economic Policymaking in Argentina, 1983-89" [Democracia, conflitos de distribuição e política macroeconômica na Argentina], *Journal of Inter-american Studies and World Affairs*, 32, 2 (verão de 1990), p. 1-42. Cf. Rafael Di Tella e Ingrid Vogel, "The Argentine Paradox: Economic Growth and Populist Tradition" [O paradoxo argentino: crescimento econômico e tradição populista], Harvard Bussiness School, Caso 9-702-001 (2001).

65 Jorge Luis Borges, "The Garden of Forking Paths" [O jardim das veredas que se bifurcam], em *Labyrinths: Selected Stories and Other Writings*, ed. Donald A. Yates e James E. Irby (Harmondsworth, 1970), p. 50 e seg.

66 Niall Ferguson, *World's Banker* [O banqueiro do mundo], cap.27.

67 Maiores detalhes em Gerardo della Paolera e Alan M. Taylor, *Straining at the Anchor: The Argentine Currency Board and the Search for Macroeconomic Stability*, 1880-1935 [Esgotando a âncora: o conselho monetário da Argentina e a busca da estabilidade macroeconômica] (Chicago, 2001).

68 "A Victory by Default" [Uma vitória pelo calote], *Economist,* 3 março 2005.

69 Para uma discussão recente sobre o tema, ver, de Michael Tomz, *Reputation and International Cooperation: Sovereign Debt across Three Centuries* [Reputação e cooperação internacional: dívida soberana através de três séculos] (Princeton, 2007).

70 Sobre a Grande Inflação, ver, de Fabrice Collard e Harris Dellas, "The Great Inflation of the 1970s" [A grande inflação dos anos 1970], ensaio (1 de outubro de 2003); Edward Nelson, "The Great Inflation of the Seventies: What Really Happened?" [A grande inflação dos anos 1970: o que realmente aconteceu?], ensaio do Federal Reserve Bank of St Louis, 2004-001 (janeiro, 2004); Allan H. Meltzer, "Origins of the Great Inflation" [Origens da grande inflação], *Federal Reserve Bank of St Louis Review*, Parte 2 (março/abril 2005), p. 145-75.

71 Os onze mercados são a Austrália, Canadá, França, Alemanha, Hong Kong, Irlanda, Japão, Países Baixos, Suíça, Reino Unido e os Estados Unidos da América. Ver, de Watson Wyatt, "Global Pension Fund Assets Rise and Fall" [Ativos do fundo de pensão global: ascensão e queda], http://www.watsonwyatt.com/news/press.asp?ID= 18579.

72 CNN, 9 de julho de 2000.

73 Testemunho de Alan Greenspan, presidente do Conselho do Federal Reserve, no Relatório de Política Monetária, semianual, ao Congresso, diante da Comissão das Atividades Bancárias, Mercado Imobiliário, e Assuntos Urbanos, Senado dos EUA, 16 de fevereiro de 2005.

3. Inflando Bolhas

1 Para uma contribuição recente a uma vasta literatura, ver Timothy Guinnane, Ron Harris, Naomi R. Lamoreaux, e Jean-Laurent Rosenthal, "Putting the Corporation in its Place" [Botando a corporação em seu lugar], estudo do NBER 13109 (maio de 2007).

2 Ver especialmente, de Robert J. Shiller, *Irrational Exuberance* [Exuberância irracional] (2a ed., Princeton, 2005).

3 Ver, de Charles P. Kindleberger, *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises* [Manias, pânicos e quebras: uma história das crises financeiras (3a ed., Nova York/Chichester/Brisbane/Toronto/Singapore, 1996), p. 12-16. Kindleberger tem uma dívida com o trabalho pioneiro de Hyman Minsky. Para dois dos seus ensaios-chave, ver Hyman P. Minsky, "Longer Waves in Financial Relations: Financial Factors in the More Severe Depressions" [Ondas mais longas nas relações financeiras: fatores financeiros em depressões mais severas], *American Economic Review,* 54, 3 (maio de 1964), p. 324-35; *idem* (ed.), *Inflation, Recession and Economic Policy* [Inflação, recessão e política econômica] (Brighton, 1982), p. 117-61.

4 Kindleberger, *Manias*, p. 14.

5 "The Death of Equities"[A morte das *equities*], *Business Week*, 13 de agosto de 1979.

6 "Dow 36,000", *Business Week*, 27 de setembro de 1999.

7 William N. Goetzmann e Philippe Jorion, "Global Stock Markets in the Twentieth Century" [Bolsas de valores globais no século XX], *Journal of Finance*, 54, 3 (junho de 1999), p. 953-80.

8 Jeremy J. Siegel, *Stocks for the Long Run: The Definitive Guide to Financial Market Returns and Long-Term Investment Strategies* [Ações para longo prazo: o guia definitivo dos lucros para o mercado financeiro e as estratégias de investimento a longo prazo] (Nova York, 2000).

9 Elroy Dimson, Paul Marsh e Mike Stanton, *Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns* [Triunfo dos otimistas: 101 anos de lucros de investimentos globais] (Princeton, 2002).

10 Paul Frentrop, *A History of Corporate Governance 1602-2002* [Uma história da governança corporativa] (Bruxelas, 2003), p. 49-51.

11 Ronald Findlay e Kevin H. O'Rourke, *Power and Plenty: Trade, War, and the World Economy in the Second Millennium* [Poder e abundância: comércio, guerra e a economia mundial no II milênio] (Princeton, 2007), p. 178.

12 Frentrop, *Corporate Governance*, p. 59.

13 Sobre a ambivalência da república holandesa calvinista capitalista, ver, de Simon Schama, *The Embarrassment of Riches: An Interpretations of Dutch Culture in the Golden Age* (Nova York, 1997 [1987]). [Ed. bras.: *O desconforto da riqueza* (São Paulo, 1992).]

14 John P. Shelton, "The First Printed Share Certificate: An Important Link in Financial History" [O primeiro certificado impresso de ação: um elo importante na história financeira], *Business History Review*, 39, 3 (outono de 1965), p. 396.

15 Shelton, "First Printed Share Certificate", p. 400 e seg.

16 Engel Sluiter, "Dutch Maritime Power and the Colonial Status Quo, 1585-1641" [Poder marítimo holandês e o *status quo* colonial], *Pacific Historical Review*, 11, 1 (março de 1942), p. 33.

17 *Ibid*., p. 34.

18 Frentrop, *Corporate Governance*, p. 69 e seg.

19 Larry Neal, "Venture Shares of the Dutch East India Company" [Ações de empreendimentos comerciais de risco da Companhia das Índias Orientais Holandesa], em William N. Goetzmann e K. Geert Rouwenhorst (eds.), *The Origins of Value: The Financial Innovations that Created Modern Capital Markets* [As origens do valor: as inovações financeiras que criaram os mercados modernos de capital] (Oxford, 2005), p. 167.

20 Neal, "Venture Share, p. 169.

21 Schama, *Embarrassment of Riches*, p. 349.

22 *Ibid*., p. 339.

23 Neal, "Ventures Shares", p. 169.

24 Frentrop, *Corporate Governance*, p. 85.

25 *Ibid*., p. 95 e seg.

26 *Ibid*., p. 103. Cf. Neal, "Venture Shares", p. 171.

27 Neal, "Ventures Shares", p. 166.

28 Findlay e O'Rourke, *Power and Plenty*, p. 178.

29 *Ibid*., p. 179-83. Cf. Sluiter, "Dutch Maritime Power", p. 32.

30 Findlay e O'Rourke, *Power and Plenty*, p. 208.

31 Femme S. Gaastra, "War, Competition and Collaboration: Relations between the English and Dutch East India Company in the Seventeenth and Eighteenth Centuries" [Guerra, competição e colaboração: relações entre a Companhia das Índias Orientais Inglesa e Holandesa nos séculos XVII e XVIII], em H. V. Bowen, Margarette Lincoln e Nigel Ribgy (eds.), *The Worlds of the East India Company* [Os mundos da Companhia das Índias Orientais] (Leicester, 2002), p. 51.

32 Gaastra, "War, Competition and Collaboration", p. 58.

33 Ann M. Carlos e Stephen Nicholas, "Giants of an Earlier Capitalism: The Chartered Trading Companies as Modern Multinationals" [Gigantes de um capitalismo antigo: as companhias comerciais licenciadas como multinacionais modernas], *Business History Review*, 62, 3 (outono de 1998), p. 398-419.

34 Gaastra, "War, Competition and Collaboration", p. 51.

35 Findlay e O'Rourke, *Power and Plenty*, p. 183.

36 *Ibid*., p. 185, figura 4.5.

37 Gaastra, "War, Competition and Collaboration", p. 55.

38 Jan de Vries e A. van der Woude, *The First Modern Economy: Success, Failure and Perseverance of the Dutch Economy, 1500-1815* [A primeira economia moderna: sucesso, fracasso e perseverança da economia holandesa] (Cambridge, 1997), p. 396.

39 Andrew McFarland Davis, "An Historical Study of Law's System" [Um estudo histórico do Sistema de Law], *Quarterly Journal of Economics*, 1, 3 (abril de 1887), p. 292.

40 H. Montgomery Hyde, *John Law: The History of an Honest Adventurer* [John Law: a história de um aventureiro honesto] (Londres, 1969), p. 83.

41 Earl J. Hamilton, "Prices and Wages at Paris under John Law's System" [Preços e ordenados em Paris sob o Sistema de John Law], *Quarterly Journal of Economics*, 51, 1 (novembro de 1936), p. 43.

42 Davis, "Law's System", p. 300.

43 *Ibid*., p. 305.

44 Thomas E. Kaiser, "Money, Despotism, and Public Opinion in Early Eighteenth-Century Finance: John Law and the Debate on Royal Credit" [Dinheiro, despotismo e opinião pública nas finanças do começo do século XVIII: John Law e o debate sobre o crédito real], *Journal of Modern History*, 63, 1 (março de 1991), p. 6.

45 Max J. Wasserman e Frank H. Beach, "Some Neglected Monetary Theories of John Law" [Algumas teorias monetárias negligenciadas de John Law], *American Economic Review*, 24, 4 (dezembro de 1934), p. 653.

46 James Macdonald, *A Free Nation Deep in Debt: The Financial Roots of Democracy* [Uma nação livre atolada em dívida: as raízes financeiras da democracia] (Nova York, 2003), p. 192.

47 Kaiser, "Money", p. 12.

48 *Ibid*., p. 18.

49 Hamilton, "Prices and Wages", p. 47.

50 Davis, "Law's System", p. 317.

51 Antoin E. Murphy, *John Law: Economic Theorist and Policy-Maker* [John Law: teórico econômico e artífice de políticas] (Oxford, 1997), p. 233.

52 Hamilton, "Prices and Wages", p. 55.

53 Murphy, *John Law*, p. 201.

54 *Ibid*., p. 190.

55 Ver, de Larry Neal, *The Rise of Financial Capitalism: International Capital Markets in the Age of Reason* [A ascensão do capitalismo financeiro: mercados internacionais de capital na idade da razão] (Cambridge, 1990), p. 74.

56 Kaiser, "Money", p. 22.

57 Para evidência dos especuladores britânicos saindo de Paris, em novembro e dezembro, ver de Neal, *Financial Capitalism*, p. 68.

58 Murphy, *John Law*, p. 213 e seg.

59 *Ibid*., p. 205.

60 *Lord* Wharncliffe (ed.), *The Letters and Works of Lady Mary Wortley Montagu* [As cartas e obras de *Lady* Mary

Wortley Montagu] (Paris, 1837), p. 321 e seg.

61 Earl J. Hamilton, “John Law of Lauriston: Banker, Gamester, Merchant, Chief?” [John Law de Lauriston: banqueiro, jogador, comerciante, chefe?], *American Economic Review*, 57, 2 (maio de 1967), p. 273.

62 Murphy, *John Law*, p. 201-2.

63 Hamilton, “John Law”, p. 276.

64 Murphy, *John Law*, p. 239. Cf. Hamilton, “Prices and Wages”, p. 60.

65 Kaiser, “Money”, p. 16, 20.

66 *Ibid*., p. 22.

67 Murphy, *John Law*, p. 235.

68 *Ibid*., p. 250.

69 Hyde, *Law*, p. 159.

70 Schama, *Embarrassment of Riches*, p. 366 e seg.

71 *Ibid*., p. 367 e seg.

72 Para relatos contrastantes, ver, de Neal, *Financial Capitalism*, p. 89-117; Edward Chancellor, *Devil Take the Hindmost: A History of Financial Speculation* [O diabo leva o último: uma história da especulação financeira] (Londres, 1999), p. 58-95.

73 Chancellor, *Devil Take the Hindmost*, p. 64.

74 *Ibid*., p. 84.

75 Neal, *Financial Capitalism*, p. 90, 111 e seg. Como Neal observou, um investidor que tivesse comprado ações da Mares do Sul, no começo de 1720, e vendido no final daquele ano, ignorando a bolha interveniente, teria lucrado 56% ao ano.

76 Julian Hoppitt, “The Myths of the South Sea Bubble” [Os mitos da bolha da Mares do Sul], *Transactions of the Royal Historical Society*, 12 (2002), p. 141-65.

77 Tom Nicholas, “Trouble with a Bubble” [O problema com a bolha], Harvard Business School, Caso N9-807-146 (28 de fevereiro de 2007), p. 1.

78 William L. Silber, *When Washington Shut Down Wall Street: The Great Financial Crisis of 1914 and the Origins of America’s Monetary Supremacy* [Quando Washington fechou Wall Street: a grande crise financeira de 1914 e as origens da supremacia monetária da América] (Princeton, 2006).

79 Niall Ferguson, “Political Risk and the International Bond Market between the 1848 Revolution and the Outbreak of the First World War” [Risco político e o mercado internacional de títulos entre a Revolução de 1848 e a deflagração da I Guerra Mundial], *Economic History Review*, 59, 1 (fevereiro de 2006), p. 70-112.

80 *New York Times*, 23 de outubro de 1929.

81 Nicholas, “Trouble with a Bubble”, p. 4.

82 *Ibid*., p. 6.

83 Chancellor, *Devil Take the Hindmost*, p. 199 e seg.

84 Ver, de Milton Friedman e Anna J. Schwartz, *A Monetary History of the United State, 1867-1960* [Uma história monetária dos Estados Unidos] (Princeton, 1963), p. 299-419. Esse capítulo, “The Great Contraction” [A Grande Contração], deveria ser leitura obrigatória para todos os envolvidos em atividades financeiras.

85 *Ibid*., p. 309 e seg., n. 9. Qualquer pessoa que ler essa nota compreenderá por que o Federal Reserve se moveu tão rápido e generosamente para garantir que o JP Morgan comprasse o Bear Stearns em março de 2007.

86 *Ibid*., p. 315.

87 *Ibid*., p. 317.

88 *Ibid*., p. 396.

89 *Ibid*., p. 325.

90 *Ibid*., p. 328.

91 Censo do Departamento do Comércio dos EUA: *Historical Statistics of the United States: Colonial Times to 1970* [Estatísticas históricas dos EUA: da colônia a 1970] (Washington, DC, 1975), p. 1019.

92 Barry Eichengreen, *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939* [Grilhões de ouro: o padrão ouro e a Grande Depressão] (Nova York/Oxford, 1992). Ver também *idem*, "The Origins and Nature of the Great Slump Revisited" [As origens e a natureza do grande colapso revisitado], *Economic History Review*, 45, 2 (maio de 1992), p. 213-39.

93 Ver e.g. Ben S. Bernanke, "The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach" [A macroeconomia da Grande Depressão: uma abordagem comparativa], ensaio de trabalho NBER 4814 (agosto de 1994).

94 Hyman P. Minsky, "Introduction: Can 'It' Happen Again? A Reprise", [Introdução: "Ela" pode acontecer novamente? Uma Reprise], em *idem* (ed.), *Inflation, Recession and Economic Policy* [Inflação, recessão e política econômica] (Brighton, 1982), p. xi.

95 O índice caiu 10%, ou mais, em 23 dos últimos 113 anos.

96 Ver Nicholas Brady, James C. Cotting, Robert G. Kirby, John R. Opel e Howard M. Stein, *Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms, submitted to the President of the United States, the Secretary of the Treasury and the Chairman of the Federal Reserve Board* [Relatório da força-tarefa presidencial sobre mecanismos do mercado, submetido ao presidente dos Estados Unidos, ao secretário do Tesouro, e ao presidente do conselho do Federal Reserve] (Washington, DC, janeiro de 1988). De interesse especial para o historiador é a comparação com 1929: ver Apêndice VIII, p. 1-13.

97 James Dale Davidson e William Rees-Mogg, *The Great Reckoning*: *How the World Will Change in the Depression of the 1990's* [A grande avaliação: como o mundo mudará na depressão dos anos 1990] (Londres, 1991).

98 Para a própria versão de Greenspan sobre os eventos, ver Alan Greenspan, *The Age of Turbulence: Adventures in a New World* (Nova York, 2007), p. 100-10. [Trad. bras.: *A era da turbulência* (Rio de Janeiro, 2007).]

99 Greenspan, *Age of Turbulence*, p. 166.

100 *Ibid*., p. 167.

101 *Ibid*., p. 190-5.

102 *Ibid*., p. 200 e seg.

103 O melhor relato permanece sendo o de Bethany McLean e Peter Elkind, *The Smartest Guys in the Room: The Amazing Rise and Scandalous Fall of Enron* [Os mais espertos da sala: a assombrosa ascensão e a queda escandalosa da Enron] (Nova York, 2003).

104 *Ibid*., p. 55.

105 Ver o seu próprio relato dos eventos em Mimi Swartz e Sherron Watkins, *Power Failure: The Inside Story of Collapse of Enron* [Falta de energia: a história interna do colapso da Enron] (Nova York, 2003).

4. O Retorno do Risco

1 Rawle O. King, "Hurricane Katrina: Insurance Losses and National Capacities for Financing Disaster Risks" [Furacão Katrina: perdas do seguro e a capacidade nacional para financiar riscos de desastres], Relatório da Pesquisa dos Serviços do Congresso, para o Congresso, 31 de janeiro de 2008, quadro 1.

2 Joseph B. Treaster, "A Lawyer Like a Hurricane: Facing Off Against Asbestos, Tobacco and Now Home Insurers" [Um advogado como um furacão: enfrentando amianto, tabaco e, agora, as seguradoras imobiliárias], *New York Times*, 16 de março de 2007.

3 Para detalhes, ver, de Richard F. Scruggs, "Hurricane Katrina: Issues and Observations" [Furacão Katrina: questões e observações], American Enterprise Institute-Brookings Judicial Symposium, "Insurance and Risk Allocation in America: Economics, Law and Regulation", Georgetown Law Center, 20-22 de setembro de 2006.

4 Detalhes: http://www.usa.gov/Citizen/Topics/PublicSafety/Hurricane_Katrina_Recovery.shtml;

http://Katrina.louisiana.gov/index.html; e http://www.ldi.state.la.us/HurricaneKatrina.htm.

5 Peter Lattman, "Plaintiffs Laywer Scruggs is Indicted on Bribery Charges" [Scruggs, advogado de querelantes indiciado por acusações de suborno], *Wall Street Journal*, 29 de novembro de 2007; Ashby Jones e Paulo Prada, "Richard Scruggs Pleads Guilty" [Richard Scruggs se declara culpado], *ibid*., 15 de março de 2008.

6 King, "Hurricane Katrina", p. 4.

7 Naomi Klein, *The Shock Doctrine: The Rise of Disaster Capitalism* (Nova York, 2007). [Ed. bras.: *A doutrina do choque* (Rio de Janeiro, 2008).]

8 http://www.nhc.noaa.gov/pastdec.shtml.

9 John Schwartz, "One Billion Dollars Later, New Orleans is Still at Risk" [Um bilhão de dólares depois, Nova Orleans ainda corre riscos], *New York Times*, 17 de agosto de 2007.

10 Michael Lewis, "In Nature's Casino" [No cassino da natureza], *New York Times Magazine*, 26 de agosto de 2007.

11 National Safety Council, "What are the Odds of Dying?" [Quais são as chances de morrer?]: http://www.nsc.org/lrs/statinfo/odds.htm. Para a estatística do câncer, ver o National Cancer Institute, "SEER Cancer Statistics Review, 1975-2004", quadro 1-17: http://srab.cancer.gov./devcan/. A probabilidade precisa de morrer de câncer nos Estados Unidos entre 2002 e 2004 era de 21,29%, com um intervalo de confiança de 95%.

12 Florence Edler de Roover, "Early Examples of Marine Insurance" [Primeiros exemplos de seguro marítimo], *Journal of Economic History*, 5, 2 (novembro de 1945), p. 172-200.

13 *Ibid*., p. 188 e seg.

14 A. H. John, "The London Assurance Company and the Marine Insurance Market of the Eighteenth Century" [A London Assurance Company e o mercado de seguro no século XVIII], *Economica*, New Series, 25, 98 (maio de 1958), p. 130.

15 Paul A. Papayoanou, "Interdependence, Institutions, and the Balance of Power" [Interdependência, instituições e o equilíbrio de poder], *International Security*, 20, 4 (primavera de 1996), p. 55.

16 Roover, "Early Examples of Marine Insurance", p. 196.

17 M. Greenwood, "The First Life Table" [A primeira tabulação da vida], *Notes and Records of the Royal Society of London*, 1,2 (outubro de 1938), p. 70-2.

18 O parágrafo precedente deve muito ao livro de Peter L. Bernstein: *Against the Gods: The Remarkable Story of Risk* [Contra os deuses: a extraordinária história do risco] (Nova York, 1996).

19 Gregory Clark, *A Farewell to Alms: A Brief Economic History of the World* [Adeus às esmolas: uma breve história do mundo] (Princeton, 2007).

20 Ver os ensaios em A. Ian Dunlop (ed.), *The Scottish Ministers "Widows" Fund, 1743-1993* [Os ministros escoceses do Fundo das "Viúvas"] (Edinburgo, 1992) para detalhes.

21 Os documentos-chave podem ser encontrados nos papéis de Robert Wallace, National Archives of Scotland: CH/9/17/6-13.

22 G. W. Richmond, "Insurance Tendencies in England" [Tendências do seguro na Inglaterra], *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, 161 (maio de 1932), p. 183.

23 A. N. Wilson, *A Life of Walter Scott: The Laird of Abbotsford* [Uma vida de Walter Scott: o proprietário de terras de Abbotsford] (Londres: Pimlico, 2002), p. 169-71.

24 G. Clayton e W. T. Osborne, "Insurance Companies and the Finance of Industry" [Companhias de seguro e as finanças da indústria], *Oxford Economic Papers*, New Series, 10, 1 (fevereiro de 1958), p. 84-97.

25 "American Exceptionalism" [Excepcionalismo americano], *The Economist*, 10 de agosto de 2006.

26 http://www.workhouses.org.uk/index.html?StMarylebone/StMarylebone.shtml.

27 Lothar Gall, *Bismarck: The White Revolutionay,* vol II: 1879-1898 [Bismarck: o revolucionário branco], trad. para o inglês J. A. Underwood (Londres, 1986), p. 129.

28 H. G. Lay, *Marine Insurance: A Text Book of the History of Marine Insurance, including the Functions of Lloyd's Register of Shipping* [Seguro marítimo: um livro didático da história do seguro marítimo, incluindo as funções do registro de

embarque do Lloyds] (Londres, 1925), p. 137.

29 Richard Sicotte, "Economic Crisis and Political Response: The Political Economy of the Shipping Act of 1916" [Crise econômica e a resposta política: a Lei de Navegação de 1916], *Journal of Economic History*, 59, 4 (dezembro de 1999), p. 861-84.

30 Anônimo,"Allocation of Risk between Marine and War Insurer" [Alocação de risco entre a marinha e a seguradora da guerra], *Yale Law Journal*, 51, 4 (fevereiro de 1942), p. 674; C., "War Risks in Marine Insurance" [Riscos de guerra no seguro marítimo], *Modern Law Review*, 10, 2 (abril de 1947), p. 211-14.

31 Alfred T. Lauterbach, "Economic Demobilization in Great Britain after the First World War" [Desmobilização econômica na Grã-Bretanha depois da I Guerra Mundial], *Political Science Quarterly*, 57, 3 (setembro de 1942), p. 376-93.

32 Correlli Barnett, *The Audit of War* [A auditoria da guerra] (Londres, 2001), p. 31 e seg.

33 Richmond, "Insurance Tendencies" [Tendências do seguro], p. 185.

34 Charles Davison, "The Japanese Earthquake of 1 September" [O terremoto japonês de 1o de setembro], *Geographical Journal*, 65, 1 (janeiro de 1925), p. 42 e seg.

35 Yoshimichi Miura, "Insurance Tendencies in Japan" [Tendências do seguro no Japão], *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, 161 (maio de 1932), p. 215-9.

36 Herbert H. Gowen, "Living in Japan" [Vivendo no Japão], *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, 122 (novembro de 1925), p. 163.

37 Kenneth Hewitt, "Place Annihilation: Area Bombing and the Fate of Urban Places" [Lugar de aniquilamento: área bombardeada e o destino dos lugares urbanos], *Annals of the Association of American Geographers*, 73 (1983), p. 263.

38 Anônimo, "War Damage Insurance" [Seguro dos danos da guerra], *Yale Law Journal*, 51, 7 (maio de 1942), p. 1160-1. Chegou a US$ 210 milhões, tendo recolhido prêmios de 8 milhões de apólices, e pago apenas uma modesta quantia.

39 Kingo Tamai, "Development of Social Security in Japan" [Desenvolvimento da previdência social no Japão], em Misa Izuhara (ed.), *Comparing Social Policies: Exploring New Perspectives in Britain and Japan* [Comparando políticas sociais: explorando novas perspectivas na Grã-Bretanha e no Japão] (Bristol, 2003), p. 35-48. Ver também, de Gregory J. Kasza, "War and Welfare Policy in Japan" [Guerra e política do bem-estar social no Japão], *Journal of Asian Studies*, 61, 2 (maio de 2002), p. 428.

40 Recomendação do Conselho do Sistema da Previdência Social, em 1950 (Council of Social Secutiry System).

41 W. Macmahon Ball, "Reflections on Japan" [Reflexões sobre o Japão], *Pacific Affairs*, 21, 1 (março de 1948), p. 15 e seg.

42 Beatrice G. Reubens, "Social Legislation in Japan" [Legislação social no Japão], *Far Eastern Survey*, 18, 23 (16 de novembro de 1949), p. 270.

43 Keith L. Nelson, "The 'Warfare State': History of a Concept" [O estado de guerra: história de um conceito], *Pacific Historical Review*, 40, 2 (maio de 1971), p. 138 e seg.

44 Kasza, "War and Welfare Policy" [Guerra e política de bem-estar social], p. 418 e seg.

45 *Ibid*., p. 423.

46 *Ibid*., p. 424.

47 Nakagawa Yatsuhiro, "Japan, the Welfare Super-Power" [Japão, a superpotência do bem-estar social], *Journal of Japanese Studies*, 5, 1 (inverno de 1979), p. 5-51.

48 *Ibid*., p. 21.

49 *Ibid*., p.9.

50 *Ibid*., p. 18.

51 Para estudos comparativos, ver, de Gregory J. Kasza, *One World of Welfare: Japan in Comparative Perspective* [Um mundo do bem-estar social: o Japão em perspectiva comparativa] (Ithaca, 2006), e, de Neil Gilbert e Ailee Moon, "Analyzing Welfare Effort: An Appraisal of Comparative Methods" [Analisando o esforço do bem-estar social: uma avaliação de métodos comparativos], *Journal of Policy Analysis and Management*, 7, 2 (inverno de 1988), p. 326-40.

52 Kasza, *One World of Welfare*, p. 107.

53 Peter H. Lindert, *Growing Public: Social Spending and Economic Growth since the Eighteenth Century* [Tornando-se público: gastos sociais e crescimento econômico desde o século XVIII] (Cambridge, 2004), vol. I, quadro I.2.

54 Hiroto Tsukada, *Economic Globalization and the Citizens' Welfare State* [Globalização econômica e o estado do bem-estar social dos cidadãos] (Aldershot/ Burlington/Singapore/Sydney, 2002), p. 96.

55 Milton Friedman e Anna J. Schwartz, *A Monetary History of the United States*, *1867-1960* (Princeton, 1963).

56 Milton Friedman e Rose D. Friedman, *Two Lucky People: Memoirs* [Duas pessoas de sorte: memórias] (Chicago/Londres, 1998), p. 399.

57 *Ibid*., p. 400.

58 *Ibid*., p. 593.

59 Patricio Silva, "Technocrats and Politics in Chile: From the Chicago Boys to the CEIPLAN Monks" [Tecnocratas e políticos no Chile: dos Chicago Boys aos monges do CEIPLAN], *Journal of Latin American Studies*, 23, 2 (maio de 1991), p. 385-410.

60 Bill Jamieson, "25 Years On, Chile has a Pensions Message for Britain" [Aos 25 anos, o Chile tem uma mensagem sobre pensões para a Grã-Bretanha], *Sunday Business*, 14 de dezembro de 2006.

61 Rossana Castiglioni, "The Politics of Retrenchment: The Quandaries of Social Protection under Military Rule in Chile, 1973-1990" [A política da compressão: as perplexidades da proteção social sob o governo militar no Chile], *Latin American Politics ad Society*, 43, 4 (inverno de 2001), p. 39 e seg.

62 *Ibid*., p. 55.

63 José Piñera, "Empowering Workers: The Privatization of Social Security in Chile" [Habilitando trabalhadores: a privatização da previdência social no Chile], *Cato Journal*, 15, 2-3 (outono/inverno de 1995/1996), p. 155-66.

64 *Ibid*., p. 40.

65 Teresita Ramos, "Chile: The Latin American Tiger?" [Chile: o tigre latino-americano?], Harvard Business School, Caso 9-798-092 (21 de março de 1999), p. 6.

66 Laurence J. Kotlikoff, "Pension Reform as the Triumph of Form over Substance" [Reforma das pensões como o triunfo da forma sobre a substância], *Economists' Voice* (janeiro de 2008), p. 1-5.

67 Armando Barrientos, "Pension Reform and Pension Coverage in Chile: Lessons for Other Countries" [Reforma da aposentadoria e cobertura de pensão no Chile: lições para outros países], *Bulletin of Latin American Research,* 15, 3 (1996), p. 312.

68 "Destitute No More" [Indigente, não mais], *Economist,* 16 de agosto de 2007.

69 Barrientos, "Pension Reform", p. 309 e seg. Ver também, de Raul Madrid, "The Politics and Economics of Pension Privatization in Latin America" [A política e a economia da privatização das pensões na América Latina], *Latin American Research Review*, 37, 2 (2002), p. 159-82.

70 Todos os números são de 2004, os últimos dados comparativos disponíveis nos Indicadores do Desenvolvimento do Mundo, do banco de dados do Banco Mundial.

71 Aqui devo ao livro de Laurence J. Kotlikoff e Scott Burns, *The Coming Generational Storm: What You Need to Know about America's Economic Future* [O próximo temporal geracional: o que você precisa saber sobre o futuro econômico da América] (Cambridge, 2005). Ver também, de Peter G. Peterson, *Running on Empty: How the Democratic and Republican Parties Are Bankrupting Our Future and What Americans Can Do about It* [Ficando vazio: como o Partido Democrata e o Republicano estão falindo nosso futuro, e o que os americanos podem fazer a respeito] (Nova York, 2005).

72 Ruth Helman, Craig Copeland e Jack VanDerhei, "Will More of Us Be Working Forever? The 2006 Retirement Confidence Survey" [Um número maior de nós vai trabalhar para sempre? O levantamento secreto da aposentadoria de 2006], Employee Benefit Research Institute Issue Brief, 292 (abril de 2006).

73 Gene L. Dodaro, controlador geral dos Estados Unidos, "Working to Improve Accountability in an Evolving Environment" [Trabalhando para melhorar a responsabilidade num ambiente em expansão], discurso para a Conferência do Governo e ONGs das CPAs da Maryland Association (18 de abril de 2008).

74 James Brooke, "A Tough Sell: Japanese Social Security" [Uma venda difícil: previdência social japonesa], *New York Times,*

6 de maio de 2004.

75 Ver Mutsuko Takahashi, *The Emergence of Welfare Society in Japan* [A emergência da sociedade do bem-estar social no Japão] (Aldershot/Brookfield/Hong Kong/Singapore/Sydney, 1997), p. 185 e seg. Ver também Kasza, *One World of Welfare*, p. 179-82.

76 Alex Kerr, *Dogs and Demons: The Fall of Modern Japan* [Cães e demônios: a queda do Japão moderno] (Londres, 2001), p. 261-66.

77 Gavan McCormack, *Client State: Japan in the American Embrace* [Estado cliente: o Japão no abraço americano] (Londres, 2007), p. 45-69.

78 Lisa Haines, "World's Largest Pension Funds Top $10 Trillion" [O maior fundo de pensão do mundo atinge 10 trilhões], *Financial News*, 5 de setembro de 2007.

79 "Living Dangerously"[Vivendo perigosamente], *Economist,* 22 de janeiro de 2004.

80 Philip Bobbitt, *Terror and Consent: The Wars for the Twenty-first Century* [Terror e consentimento: as guerras para o século XX] (Nova York, 2008), esp. p. 98-179.

81 Suleiman abu Gheith, citado em *ibid*., p. 119.

82 Graham Allison, "Time to Bury a Dangerous Legacy, Part 1" [Tempo para enterrar um legado perigoso, Parte 1], *Yale Global*, 14 de março de 2008. Cf. *idem*, *Nuclear Terrorism: The Ultimate Preventable Catastrophe* [Terrorismo nuclear: a evitável catástrofe definitiva] (Cambridge, MA, 2004).

83 Michael D. Intriligator e Abdullah Toukan, "Terrorism and Weapons of Mass Destruction" [Terrorismo e armas de destruição em massa], em Peter Kotana, Michael D. Intriligator e John P. Sullivan (eds.), *Countering Terrorism and WMD: Creating a Global Counter-terrorism Network* [Contra terrorismo e armas de destruição em massa: criando uma rede contra o terrorismo] (Nova York, 2006), quadro 4.1A.

84 Ver IPCC, *Climate Change 2007: Synthesis Report* [Mudança climática 2007: síntese do relatório] (Valência, 2007).

85 Robert Looney, "Economic Costs to the United States Stemming from the 9/11 Attacks" [Custos econômicos para os Estados Unidos se oporem aos ataques de 11/9], *Center for Contemporary Conflict Strategic Insight* (5 de agosto de 2002).

86 Robert E. Litan, "Sharing and Reducing the Financial Risks of Future Mega-Catastrophes" [Partilhando e reduzindo os riscos financeiros de futuras megacatástrofes], *Brookings Issues in Economic Policy*, 4 (março de 2006).

87 William Hutchings, "Citadel Builds a Diverse Business" [O Citadel constrói um negócio diversificado], *Financial News*, 3 de outubro de 2007.

88 Marcia Vickers, "A Hedge Fund Superstar" [Um fundo *hedge* superstar], *Fortune*, 3 de abril de 2007.

89 Joseph Santos, "A History of Futures Trading in the United States" [Uma história dos futuros nos Estados Unidos], South Dakota University MS, s./d.

5. Seguro como Casas

1 Philip E. Orbanes, *Monopoly: The World's Most Famous Game – And How It Got That Way* [Monopólio: o jogo mais famoso do mundo – e como isso aconteceu] (Nova York, 2006), p. 10-71.

2 *Ibid*., p. 50.

3 *Ibid*., p. 86 e seg.

4 *Ibid*., p. 90.

5 Robert J. Shiller, "Understanding Recent Trends in House Prices and Home Ownership" [Entendendo tendências recentes nos preços das casas e a posse imobiliária], estudo apresentado na Conferência Jackson Hole do Federal Reserve Bank of Kansas City (agosto de 2007).

6 http://www.canongate.net/WhoOwnsBritain/DoTheMathsOnLandOwnership.

7 David Cannadine, *Aspects of Aristocracy: Grandeur and Decline in Modern Britain* [Aspectos da aristocracia: grandeza

e declínio na Grã-Bretanha moderna] (New Haven, 1994), p. 170.

8 Sou grato a Gregory Clark por essas estatísticas.

9 Frederick B. Heath, "The Grenvilles, in the Nineteenth Century: The Emergence of Commercial Affiliations" [Os Grenville, no século XIX: a emergência das afiliações comerciais], *Huntington Library Quarterly*, 25, 1 (novembro de 1961), p. 29.

10 Heath, "Grenville", p. 32 e seg.

11 *Ibid*., p. 35.

12 David Spring e Eileen Spring, "The Fall of the Grenvilles" [A queda dos Grenville], *Huntington Library Quarterly*, 19, 2 (fevereiro de 1956), p. 166.

13 *Ibid*., p. 177 e seg.

14 Detalhes em Spring e Spring, "Fall of the Grenvilles", p. 169-74.

15 *Ibid*., p. 185.

16 Heath, "Grenville", p. 39.

17 Spring e Spring, "Fall of the Grenvilles", p. 183.

18 Heath, "Grenville", p. 40.

19 *Ibid*., p. 46.

20 Ben Bernanke, "Housing, Housing Finance, and Monetary Policy" [Habitação, financiamento da habitação e política monetária], discurso na Conferência de Jackson Hole do Federal Reserve Bank of Kansas City (31 de agosto de 2007).

21 Louis Hyman, "Debtor Nation: How Consumer Credit Built Postwar America" [Nação endividada: como o crédito ao consumidor construiu a América do pós-guerra], tese de Ph. D. não publicada (Harvard University, 2007), capítulo 1.

22 Edward E. Leamer, "Housing and the Business Cycle" [Habitação e o ciclo de negócios], estudo apresentado na Conferência Jackson Hole do Federal Reserve Bank of Kansas City (agosto de 2007).

23 Saronne Rubyan-Ling, "The Detroit Murals of Diego Rivera" [Os murais de Diego Rivera em Detroit], *History Today,* 46, 4 (abril de 1996), p. 34-8.

24 Donald Lochbiler, "Battle of the Garden Court" [A Batalha do Garden Court], *Detroit News*, 15 de julho de 1997.

25 Hyman, "Debtor Nation", cap. 2.

26 Thomas J. Sugrue, *The Origins of the Urban Crisis: Race and Inequality in Postwar Detroit* [As origens da crise urbana: raça e desigualdade na Detroit pós-guerra] (Princeton, 1996), p. 64.

27 *Ibid*., p. 38-43.

28 Hyman, "Debtor Nations", cap. 5.

29 Sugrue, *Origins of the Urban Crisis*, p. 259.

30 Para um caso recente em Detroit, ver, de Ben Lefebvre, "Justice Dept. Accuses Detroit Bank of Bias in Lending" [Departamento de Justiça acusa banco de Detroit de preconceito para empréstimos], *New York Times*, 20 de maio de 2004.

31 Glen O'Hara, *From Dreams to Disillusionment: Economic and Social Planning in 1960s Britain* [Dos sonhos à desilusão: planejamento econômico e social na Grã-Bretanha dos anos 1960] (Basingstoke, 2007), cap. 5.

32 Bernanke, "Housing, Housing Finance, and Monetary Policy". Ver também, de Roger Loewenstein, "Who Needs the Mortgage-Interest Deduction?" [Quem precisa do desconto dos juros da hipoteca?], *New York Times Magazine*, 5 de março de 2006.

33 Nigel Lawson, *The View from No 11: Memoirs of a Tory Radical* [A visão do no 11: memórias de um conservador radical] (Londres, 1992), p. 821.

34 *Living in Britain: General Household Survey 2002* [Vivendo na Grã-Bretanha: levantamento geral das famílias 2002] (Londres, 2003), p. 30: http://www.statistics.gov.uk/cci/nugget.asp?id=821.

35 Ned Eichler, "Homebuilding in the 1980s: Crisis or Transition?" [Construção de habitação popular nos anos 1980: crise ou transição?], *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, 465 (janeiro de 1983), p. 37.

36 Maureen O'Hara, "Property Rights and the Financial Firm" [Direitos de propriedade e a firma financeira], *Journal of Law and Economics*, 24 (outubro de 1981), p. 317-32.

37 Eichler, "Homebuilding", p. 40. Ver também de Henry N. Pontell e Kitty Calavita, "White-Collar Crime in the Savings and Loan Scandal" [Crime do colarinho branco no escândalo dos Savings and Loans], *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, 525 (janeiro de 1993), p. 31-45; Marcia Millon Cornett e Hassan Tehranian, "An Examination of the Impact of the Garn-St Germain Depository Institutions Act of 1982 on Commercial Banks and Savings and Loans" [Um exame do impacto da Lei das Instituições Depositárias Garn-St. Germain], *Journal of Finance*, 45, 1 (março de 1990), p. 95-111.

38 Henry N. Pontell e Kitty Calavita, "The Savings and Loan Industry" [A indústria dos Savings and Loans], *Crime and Justice*, 18 (1993), p. 211.

39 *Ibid*., p. 208 e seg.

40 F. Stevens Redburn, "The Deeper Structure of the Savings and Loan Disaster" [A estrutura mais profunda do desastre dos Savings and Loans], *Political Science and Politics*, 24, 3 (setembro de 1991), p. 439.

41 Pontell e Calavita, "White-Collar Crime", p. 37.

42 Allen Pusey, "Fast Money and Fraud" [Dinheiro rápido e fraude], *New York Times*, 23 de abril de 1989.

43 K. Calavita, R. Tillman e H. N. Pontell, "The Savings and Loan Debacle Financial Crime and the State" [O debacle dos Savings and Loans, crime financeiro e o Estado], *Annual Review of Sociology,* 23 (1997), p. 23.

44 Pontell e Calavita, "Savings and Loans Industry", p. 215.

45 Calavita, Tillman e Pontell, "Savings and Loan Debacle", p. 24.

46 Allen Pusey e Christi Harlan, "Bankers Shared in Profits from 1-30 Deals" [Banqueiros partilharam lucros de tratos de 1-30], *Dallas Morning News*, 29 de janeiro de 1986.

47 Allen Pusey e Christi Harlan, "1-30 Real Estate Deals: A 'Virtual Money Machine'" [Negócios imobiliários 1-30: uma 'máquina virtual de dinheiro'"], *Dallas Morning News*, 26 de janeiro de 1986.

48 Pusey, "Fast Money and Fraud".

49 Pontell e Calavita, "White-Collar Cime", p. 43. Ver também, de Kitty Calavita e Henry N. Pontell, "The State and White-Collar Crime: Saving the Savings and Loans" [O Estado e crime do colarinho branco: salvando os Savings and Loans], *Law Society Review*, 28, 2 (1994), p. 297-324.

50 Inicialmente temeu-se que as perdas fossem mais elevadas. Em 1990, o General Accounting Office previra custos de mais de 500 bilhões. Outros estimaram custos de um trilhão de dólares, ou mais: Pontell e Calavita, "Savings and Loan Industry", p. 203.

51 Para um relato vívido, ver de Michael Lewis, *Liar's Poker* [Pôquer do mentiroso] (Londres, 1989), p. 78-124.

52 Bernanke, "Housing, Housing Finance, and Monetary Policy".

53 Sou grato a Joseph Barillari por sua ajuda com esses cálculos. Morris A. Davisa, Andreas Lehnert e Robert F. Martin, "The Rent-Price Ratio for the Aggregate Stock of Owner-Occupied Housing" [O coeficiente aluguel-preço para as ações agregadas do dono da casa ocupada], documento de trabalho (dezembro de 2007).

54 Shiller, "Recent Trends in House Prices".

55 Carmen M. Reinhart e Kenneth S. Rogoff, "Is the 2007 Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison" [A crise financeira do *subprime* de 2007 é tão diferente? Uma comparação histórica internacional], rascunho de documento de trabalho (14 de janeiro de 2008).

56 Mark Whitehouse, "Debt Bomb: Inside the Subprime Mortgage Debacle" [A bomba da dívida bomba: dentro do debacle da hipoteca *subprime*], *Wall Street Journal,* 30 de maio de 2007, p. A1.

57 Ver de Kimberly Blanton, "A 'Smoking Gun' on Race, Subprime Loans" [Um "revólver fumegante" sobre a raça, empréstimos *subprime*], *Boston Globe*, 16 de março de 2007.

58 "U.S. Housing Bust Fuels Blame Game" [Desastre imobiliário dos EUA alimenta jogo da culpa], *Wall Street Journal*, 19 de março de 2008. Ver também, de David Wessel, "Housing Bust Offers Insights" [Desastre imobiliário oferece *insights*], *Wall Street Journal*, 10 de abril de 2008.

59 Henry Louis Gates Jr., “Forty Acres and a Gap in Wealth” [40 acres e um abismo de riqueza], *New York Times*, 18 de novembro de 2007.

60 Andy Meek, “Frayser Foreclosures Revealed” [Reveladas execuções de hipotecas Frayser], *Daily News*, 21 de setembro de 2006.

61 http://www.responsiblelending.org/page.jsp?itemID=32032031.

62 Credit Suisse, “Foreclosure Trends: A Sobering Reality” [Tendências de execuções de hipotecas: uma realidade moderada], *Fixed Income Research* (23 de abril de 2008).

63 Ver de Prabha Natarajan, “Fannie, Freddie Could Hurt U.S. Credit” [Fannie, Freddie podem atingir o crédito dos EUA], *Wall Street Journal*, 15 de abril de 2008.

64 Economic Report of the President 2007, quadros B-77 e B-76: http://www.gpoaccess.gov/eop/.

65 George Magnus, “Managing Minsky” [Administrando Minsky], UBS, documento de pesquisa, 27 de março de 2008.

66 Hernando de Soto, *The Mystery of Capital: Why Capitalism Triumphs in the West and Fails Everywhere Else* [O mistério do capital: por que o capitalismo triunfa no Ocidente e fracassa no resto do mundo] (Londres, 2001).

67 *Idem*, “Interview: Land and Freedom” [Entrevista: terra e liberdade], *New Scientist*, 27 de abril de 2002.

68 *Idem, The Other Path* [O outro caminho] (Nova York, 1989).

69 Rafael Di Tella, Sebastian Galiani e Ernesto Schargrodsky, “The Formation of Beliefs: Evidence from the Allocation of Land Titles to Squatters” [A formação das crenças: evidência da alocação de títulos da terra para posseiros], *Quarterly Journal of Economics*, 122, 1 (fevereiro de 2007), p. 209-41.

70 “The Mystery of Capital Deepens” [O mistério do capital se aprofunda], *The Economist*, 26 de agosto de 2006.

71 Ver, de John Gravois, “The De Soto Delusion” [O engano de De Soto], *Slate*, 29 de janeiro de 2005: http://state.msn.com//id//2112792/.

72 Todo o lucro é transferido para um Fundo de Reabilitação para lidar com situações de emergência, em troca de uma isenção de imposto de renda corporativa.

73 Connie Black, “Millions for Millions” [Milhões para milhões], *New Yorker*, 30 de outubro de 2006, p. 62-73.

74 Shiller, “Recent Trends in House Prices”.

75 Edward L. Glaeser e Joseph Gyourko, “Housing Dynamics” [Dinâmica imobiliária], documento de trabalho NBER 12787 (versão revisada, 31 de março de 2007).

76 Robert J. Shiller, *The New Financial Order: Risk in the 21st Century* [A nova ordem financeira: risco no século XXI] (Princeton, 2003).

6. Do Império à Chimérica

1 Dominic Wilson e Roopa Purushothaman, “Dreaming with the BRICs: The Path to 2050” [Sonhando com os BRICs: a trilha para 2050], *Goldman Sachs Global Economics Paper*, 99 (1 de outubro de 2003). Ver também de Jim O’Neill, “Building Better Global Economic BRICs”, *Goldman Sachs Global Economics Paper*, 66 (30 de novembro de 2001); Jim O’Neill, Dominic Wilson, Roopa Purushothaman e Anna Stupnytska, “How Solid are the BRICs?” [Quão sólidos são os BRICs?], *Goldman Sachs Global Economics Paper*, 134 (1 de dezembro de 2005).

2 Dominic Wilson e Anna Stupnytska, “The N-11: More than an Acronym” [O N-11: mais do que um acrônimo], *Goldman Sachs Global Economics Paper*, 153 (28 de março de 2007).

3 Goldman Sachs Global Economics Group, *BRICs and Beyond* [BRICs e depois] (Londres, 2007), esp. p. 45-72, 103-8.

4 O argumento é lançado no livro de Kenneth Pomeranz, *The Great Divergence: China, Europe and the Making of the Modern World Economy* [A grande divergência: China, Europa e a construção da moderna economia mundial] (Princeton/Oxford, 2000). Para mais opiniões céticas sobre a posição da China in 1700, ver *inter alia* Angus Maddison, *The World Economy: A Millennial Perspective* [A economia mundial: uma perspectiva milenar] (Paris, 2001).

5 Calculado a partir das estimativas do PIB *per capita*, em Maddison, *World Economy*, quadro B-21.

6 Pomeranz, *Great Divergence*.

7 Entre as obras recentes mais importantes sobre o assunto, ver: Eric Jones, *The European Miracle: Environments, Economies and Geopolitics in the History of Europe and Asia* [O milagre europeu: ambientes, economias e geopolíticas na história da Europa e da Ásia] (Cambridge, 1981); David S. Landes, *The Wealth and Poverty of Nations*: *Why Some are So Rich and Some So Poor* [A riqueza e a pobreza das nações: por que algumas são tão ricas e algumas tão pobres] (Nova York, 1998); Joel Mokyr, *The Gifts of Athena: Historical Origins of the Knowledge Economy* [As dádivas de Atena: origens históricas do conhecimento da economia] (Princeton, 2002), Gregory Clark, *A Farewell to Alms: A Brief Economic History of the World* [Adeus às esmolas: uma breve história econômica do mundo] (Princeton, 2007).

8 William N. Goetzmann, "Fibonacci and the Financial Revolution" [Fibonacci e a revolução financeira], documento de trabalho NBER 10352, (março de 2004).

9 William N. Goetzmann, Andrey D. Ukhov e Ning Zhu, "China and the World Financial Markets, 1870-1930: Modern Lessons from Historical Globalization" [A China e os mercados financeiros funcionais, 1870-1930: lições modernas da globalização histórica], *Economic History Review* (prestes a aparecer).

10 Nicholas Crafts, "Globalization and Growth in the Twentieth Century" [Globalização e crescimento no século XX], documento interno do FMI, 00/44 (março de 2000). Ver também, de Richard E. Baldwin e Philippe Martin, "Two Waves of Globalization: Superficial Similarities, Fundamental Differences" [Duas ondas de globalização: similaridades superficiais, diferenças fundamentais], documento de trabalho NBER 6904 (janeiro de 1999).

11 Barry R. Chiswick e Timothy J. Hatton, "International Migration and the Integration of Labor Markets" [Migração internacional e a integração dos mercados de trabalho], de Michael D. Bordo, Alan M. Taylor e Jeffrey G. Williamson (eds.), *Globalization in Historical Perspective* [Globalização numa perspectiva histórica] (Chicago, 2003), p. 65-120.

12 Maurice Obstfeld e Alan M. Taylor, "Globalization and Capital Markets" [Globalização e mercados de capital], em Michael D. Bordo, Alan M. Taylor e Jeffrey G. Williamson (eds.), *Globalization in Historical Perspective* (Chicago, 2003), p. 173 e seg.

13 Clark, *Farewell*, capítulos 13, 14.

14 David M. Rowe, "The Tragedy of Liberalism: How Globalization Caused the First World War" [A tragédia do liberalismo: como a globalização causou a I Guerra Mundial], *Security Studies*, 14, 3 (primavera, 2005), p. 1-41.

15 Ver, por exemplo, de Fareed Zakaria, *The Post-American World* [O mundo pós-americano] (Nova York, 2008), e de Parag Khanna, *The Second World: Empires and Influence in the New Global Order* [O segundo mundo: impérios e a influência da nova ordem global] (Londres, 2008).

16 Jim Rogers, *A Bull in China: Investing Profitably in the World's Greatest Market* [Um touro na China: investindo lucrativamente no maior mercado do mundo] (Nova York, 2007).

17 Robert Blake, *Jardine Matheson: Traders of the Far East* [Jardine Matheson: *traders* no Extremo Oriente] (Londres, 1999), p. 91. Ver também, de Alain Le Pichon, *China Trade and Empire: Jardine, Matheson & Co. and the Origins of British Rule in Hong Kong, 1827-1843* [O comércio e o império da China: Jardine, Matheson & Co. e as origens do domínio britânico em Hong Kong] (Oxford/Nova York, 2006).

18 Arquivo Rothschild Londres, RFamFD/13A/1; 13B/1; 13C/1; 13D/1; 13D/2; 13/E.

19 Henry Lowenfeld, *Investment: An Exact Science* [Investimento: uma ciência exata] (Londres, 1909), p. 61.

20 John Maynard Keynes, *The Economic Consequences of the Peace* [As consequências econômicas da paz] (Londres, 1919), cap. 1.

21 Maddison, *World Economy*, quadro 2-26a.

22 Lance E. Davis e R. A. Huttenback, *Mammon and the Pursuit of Empire: The Political Economy of British Imperialism, 1860-1912* [O falso Deus e a busca do império: a economia política do imperialismo britânico] (Cambridge, 1988), p. 46.

23 Ranald Michie, "Reversal or Change? The Global Securities Market in the 20th Century" [Reverso ou mudança? O mercado dos valores mobiliários globais], *New Global Studies* (prestes a aparecer).

24 Obstfeld e Taylor, "Globalization"; Niall Ferguson e M. Schularick, "The Empire Effect: The Determinants of Country Risk in the First Age of Globalization, 1880-1913" [O efeito do império: os determinantes do risco do país na primeira era da

globalização], *Journal of Economic History*, 66, 2 (junho de 2006). Mas ver também, de Michael A. Clemens e Jeffrey Williamson, “Wealth Bias in the First Global Capital Market Boom, 1870-1913” [Preconceito contra a riqueza no primeiro *boom* global de mercado de capital], *Economic Journal*, 114, 2 (2004), p. 304-37.

25 O estudo definitivo é de Michael Edelstein, *Overseas Investments in the Age of High Imperialism: The United Kingdom, 1850-1914* [Investimentos estrangeiros na era do alto imperialismo] (Nova York, 1982).

26 Michael Edelstein, “Imperialism: Cost and Benefit” [Imperialismo: custo e benefício], em Roderick Floud e Donald McCloskey (eds.), *The Economic History of Britain since 1700* [A história econômica da Grã-Bretanha desde 1700], vol. II (2a ed., Cambridge, 1994), p. 173-216.

27 John Maynard Keynes, “Foreign Investment and National Advantage” [Investimento estrangeiro e vantagem nacional], em Donald Moggridge (ed.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. XIX [Os escritos reunidos de J. M. Keynes] (Londres, 1981), p. 275-84.

28 *Idem*, “Advice to Trustee Investors” [Conselhos para investidores curadores], em *ibid*., p. 202-6.

29 Calculado a partir dos dados de Irving Stone, *The Global Export of Capital from Great Britain*, 1865-1914 (Londres, 1999).

30 Ver o índice muito útil da Bolsa de Valores de Xangai entre 1870 e 1940, em http://icf.som.yale.edu/sse.

31 Michael Bordo e Hugh Rockoff, “The Gold Standard as a ‘Good Housekeeping Seal of Approval’” [O padrão ouro como um “bom selo de aprovação da organização doméstica], *Journal of Economic History*, 56, 2 (junho de 1996), p. 389-428.

32 Marc Flandreau e Frédéric Zumer, *The Making of Global Finance*, *1880-1913* [A construção da finança global] (Paris, 2004).

33 Ferguson e Schularick, “Empire Effect”, p. 283-312.

34 Para uma discussão completa sobre esse assunto ver, de Niall Ferguson, “Political Risk and the International Bond Market between the 1848 Revolution and the Outbreak of the First World War” [Risco político e o mercado internacional de títulos entre a Revolução de 1848 e o começo da I Guerra Mundial], *Economic History Review*, 59, 1 (fevereiro de 2006), p. 70-112.

35 Jean de [Ivan] Bloch, *Is War Now Impossible?* [Atualmente a guerra é impossível?], trad. R. C. Long (Londres, 1899), p. xvii.

36 Norman Angell, *The Great Illusion: A Study of the Relation of Military Power in Nations to their Economic and Social Advantage* [A grande ilusão: um estudo da relação do poder militar nas nações e sua vantagem econômica e social] (Londres, 1910), p. 31.

37 Citado em James J. Sheehan, *Where Have all the Soldiers Gone*? [Para onde foram todos os soldados?] (Nova York: Houghton Mifflin Co., 2007), p. 56.

38 O. M. W. Sprague, “The Crisis of 1914 in the United States” [A crise de 1914 nos Estados Unidos], *American Economic Review*, 5, 3 (1915), p. 505 e seg.

39 Brendan Brown, *Monetary Chaos in Europe: The End of an Era* [Caos monetário na Europa: o fim de uma era] (Londres/Nova York, 1988), p. 1-34.

40 John Maynard Keynes, “War and the Financial System” [Guerra e sistema financeiro], *Economic Journal*, 24, 95 (1914), p. 460-86.

41 E. Victor Morgan, *Studies in British Financial Policy*, *1914-1925* [Estudos sobre a política financeira britânica] (Londres, 1952), p. 3-11.

42 *Ibid*., p. 27. Ver também, de Teresa Seabourne, “The Summer of 1914” [O verão de 1914], em Forrest Capie e Geoffrey E. Wood (eds.), *Financial Crises and the World Banking System* [Crises financeiras e o sistema bancário mundial] (Londres, 1986), p. 78, 88 e seg.

43 Sprague, “Crisis of 1914” [Crise de 1914], p. 532.

44 Morgan, *Studies* [Estudos], p. 19.

45 Seabourne, “Summer of 1914” [Verão de 1914], p. 80 e seg.

46 Ver mais recentemente, William L. Silber, *When Washington Shut Down Wall Street: The Great Financial Crisis of*

1914 and the Origins of America's Monetary Supremacy [Quando Washington fechou Wall Street: a grande crise financeira de 1914, e as origens da supremacia monetária da América] (Princeton, 2007).

47 Morgan*, Studies*, p. 12-23

48 David Kynaston, *The City of London,* vol. III: *Illusions of Gold, 1914-1945* [A City de Londres, vol. III: Ilusões de ouro, 1914-1945] (Londres, 1999), p. 5.

49 Calculado de preços isolados citados no jornal *The Times* entre agosto e dezembro de 1914.

50 Kynaston, *City of London*, p. 5.

51 Para detalhes, ver de Niall Ferguson, "Earning from History: Financial Markets and the Approach of World Wars" [Ganhando da História: mercados financeiros e a abordagem das guerras mundiais], *Brookings Papers in Economic Activity* (prestes a aparecer).

52 Ver de Lyndon Moore e Jakub Kaluzny, "Regime Change and Debt Default: The Case of Russia, Austro-Hungary, and the Ottoman Empire following World War One" [Mudança de regime e calote da dívida: o caso da Rússia e dos impérios Austro-Húngaro e Otomano], *Explorations in Economic History* [Explorações na história econômica], 42 (2005), p. 237-58.

53 Maurice Obstfeld e Alan M. Taylor, "The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility over the Long Run" [A Grande Depressão como um divisor de águas: mobilidade do capital internacional a longo prazo], de Michael D. Bordo, Claudia Goldin e Eugene N. White (eds.), *The Defining Moment: The Great Depression and the American Economy in the Twentieth Century* [O momento definidor: a Grande Depressão e a economia americana no século XX] (Chicago, 1998), p. 353-402.

54 Rawi Abdelal, *Capital Rules: The Construction of Global Finance* [Regras do capital: a construção das finanças globais] (Cambridge, MA/Londres, 2007), p. 45.

55 *Ibid*., p. 46.

56 Greg Behrman, *The Most Noble Adventure: The Marshall Plan and the Time when America Helped Save Europe* [A aventura mais nobre: o Plano Marshall e a época que a América salvou a Europa] (Nova York, 2007).

57 Obstfeld e Taylor, "Globalization and Capital Markets", p. 129.

58 Ver, de William Easterly, *The Elusive Quest for Growth: Economists' Adventures and Misadventures in the Tropics* [A busca elusiva do crescimento: as aventuras e desventuras dos economistas nos trópicos] (Cambridge, MA, 2002).

59 Michael Bordo, "The Bretton Woods International Monetary System: A Historical Overview" [O sistema monetário internacional de Bretton Woods: um apanhado histórico], em *idem* e Barry Eichengreen (eds.), *A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform* [Uma retrospectiva sobre o sistema de Bretton Woods: lições para a reforma monetária internacional] (Chicago/Londres, 1993), p. 3-98.

60 Christopher S. Chivvis, "Charles de Gaulle, Jacques Rueff and French International Monetary Policy under Bretton Woods" [Charles de Gaulle, Jacques Rueff e a política monetária internacional da França sob Bretton Woods], *Journal of Contemporary History*, 41, 4 (2006), p. 701-20.

61 Entrevista com Amy Goodman: http://www.democracynow.org/article.pl?sid= 04/11/09/1526251.

62 John Perkins, *Confessions of an Economic Hit Man* (Nova York, 2004), p. xi. [Ed. bras.: *Confissões de um assassino econômico* (São Paulo, 2005).]

63 Joseph E. Stiglitz, *Globalization and Its Discontents* [Globalização e seus descontentes] (Nova York, 2002), p. 12, 14, 15, 17.

64 Abdelal, *Capital Rules*, p. 50 e seg., 57-75.

65 Paul Krugman, *The Return of Depression Economics* [A volta da economia da depressão] (Londres, 1999).

66 "The Fund Bites Back" [O fundo morde de volta], *The Economist*, 4 de julho de 2002.

67 Kenneth Rogoff, "The Sisters at 60" [As irmãs com 60], *The Economist*, 22 de julho de 2004. Cf. "Not Even a Cat to Rescue" [Nem mesmo um gato para resgatar], *The Economist*, 20 de abril de 2006.

68 Ver o estudo clássico de Fritz Stern, *Gold and Iron: Bismarck, Bleichröder and the Building of the German Empire* [Ouro e ferro: Bismarck, Bleichröder e a construção do império alemão] (Harmondsworth, 1987).

69 George Soros, *The Alchemy of Finance: Reading the Mind of the Market* [A alquimia das finanças: lendo a mente do mercado] (Nova York, 1987), p. 27-30.

70 Robert Slater, *Soros: The Life, Times and Trading Secrets of the World's Greatest Investor* [Soros: a vida, os tempos e os segredos do maior investidor do mundo] (Nova York, 1996), p. 48 e seg.

71 George Soros, *The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crash of 2008 and What It Means* [O novo paradigma para os mercados financeiros: o colapso do crédito de 2008 e o que ele significa] (Nova York, 2008), p. x.

72 Slater, *Soros*, p. 78.

73 *Ibid*., p. 105, 107 e seg.

74 *Ibid*., p. 172.

75 *Ibid*., p. 177, 182, 188.

76 *Ibid*., p. 10.

77 *Ibid*., p. 159.

78 Nicholas Dunbar, *Inventing Money: The Story of Long-Term Capital Management and the Legends Behind It* [Inventando o dinheiro: a estória da administração de longo prazo do capital e as lendas por trás dela] (Nova York, 2000), p. 92

79 Dunbar, *Inventing Money*, p. 168-73.

80 André F. Perold, "Long-Term Capital Management, L. P. (A)" [Administração de longo prazo do capital], Harvard Business School, Caso 9-200-007 (5 de novembro de 1999), p. 2.

81 Perold, "Long-Term Capital Management, L. P. (A)", p. 13.

82 *Ibid*., p. 16.

83 Para uma história da escola eficiente de mercados da teoria financeira, ver, de Peter Bernstein, *Capital Ideas: The Improbable Origins of Modern Wall Street* [Ideias capitais: as origens improváveis da moderna Wall Street] (Nova York, 1993).

84 Dunbar, *Inventing Money*, p. 178.

85 Roger Lowenstein, *When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management* [Quando o gênio fracassou: a ascensão e queda da administração de longo prazo do capital] (Nova York, 2000), p. 126.

86 Perold, "Long-Term Capital Management, L. P. (A)", p. 11 e seg., 17.

87 Lowenstein, *When Genius Failed*, p. 127.

88 André F. Perold, "Long-Term Capital Management, L. P. (B)", Harvard Business School, Caso 9-200-08 (27 de outubro de 1999), p. 1.

89 Lowenstein, *When Genius Failed*, p. 133-8.

90 *Ibid*., p. 144.

91 Sobre esse ponto, sou grato a André Stern,que era investidor na LTCM.

92 Lowenstein, *When Genius Failed*, p. 147.

93 André F. Perold, "Long-Term Capital Management, L. P. (C)", Harvard Business School, caso 9-200-09 (5 de novembro de 1999), p. 1, 3.

94 *Idem*, "Long-Term Capital Management L. P. (D)", Harvard Business School, Caso 9-200-10 (4 de outubro de 2004), p. 1. Os casos de Perold são, de longe, o melhor relato disponível.

95 Lowenstein, *When Genius, Failed*, p. 149.

96 "All Bets Are Off: How the Salesmanship and Brainpower Failed at Long-Term Capital" [Todas as apostas falharam: como a arte de vender e a capacidade mental fracassaram no capital a longo prazo], *Wall Street Journal*, 16 de novembro de 1998.

97 Sobre esse ponto, ver, de Peter Bernstein, *Capital Ideas Evolving* [Expansão de ideias capitais] (Nova York, 2007).

98 Donald MacKenzie, “Long-Term Capital Management and the Sociology of Arbitrage” [Administração de longo prazo do capital e a sociologia da arbitragem], *Economy and Society*, 32, 3 (agosto de 2003), p. 374.

99 *Ibid*., *passim.*

100 *Ibid*., p. 365

101 Franklin R. Edwards, “Hedge Funds and the Collapse of Long-Term Capital Management” [Fundos *hedge* e o colapso da administração de longo prazo do capital], *Journal of Economic Perspectives*, 13, 2 (primavera, 1999), p. 192 e seg. Ver também, de Stephen J. Brown, William N. Goetzmann e Roger G. Ibbotson, “Offshore Hedge Funds: Survival and Performance, 1989-95” [Fundos *hedge offshore*: sobrevivência e desempenho], *Journal of Business*, 72, 1 (janeiro de 1999), p. 91-117.

102 Harry Markowitz, “New Frontiers of Risk: The 360 Degree Risk Manager for Pensions and Nonprofits” [Novas fronteiras do risco: o risco de 360 graus do administrador de pensões e organizações não lucrativas”], *The Bank of New York Thought Leadership White Paper* (outubro de 2005), p. 6.

103 “Hedge Podge” [Gordura *hedge*], *The Economist*, 16 de fevereiro de 2008.

104 “Rolling in It” [Rolando nela], *The Economist*, 16 de novembro de 2006.

105 John Kay, “Just Think, the Fees You Could Charge Buffett” [Apenas pense, os honorários que você pode pedir a Buffett], *Financial Times*, 11 de março de 2008.

106 Stephanie Baum, “Top 100 Hedge Funds have 75% of Industry Assets” [Os 100 maiores fundos *hedge* têm 75% dos valores mobiliários da indústria], *Financial News*, 21 de maio de 2008.

107 Dean P. Foster e H. Peyton Young, “Hedge Fund Wizards” [Mágicos do *hedge fund*], *Economists' Voice* (fevereiro de 2008), p. 2.

108 N. Ferguson e M. Schularick, “‘Chimerica’ and Global Asset Market” [“Chimérica” e o mercado de ativos globais], *International Finance* 10, 3 (2007), p. 215-39.

109 Michael Dooley, David Folkerts-Landau e Peter Garber, “An Essay on the Revived Bretton-Woods System” [Um ensaio sobre o sistema Bretton-Woods revivido], documento de trabalho NBER 9971 (setembro de 2003).

110 Ben Bernanke, “The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit” [A indigestão da poupança global e o *deficit* de conta dos EUA], Palestra Homer Jones, St Louis, Missouri (15 de abril de 2005).

111 “From Mao to the Mall” [De Mao para o *Mall*], *The Economist*, 16 de fevereiro de 2008.

112 Para uma crítica da política recente do Federal Reserve, ver, de Paul A. Volcker, “Remarks at a Luncheon of the Economic Club of New York” [Observações num almoço do *Economic Club*, de Nova York] (8 de abril de 2008). Na opinião de Volcker, o Fed tomou “decisões que estendem a própria margem dos seus poderes legais e implícitos”.

113 Ver e.g. Jamil Anderlini, “Beijing Looks at Foreign Fields in Plan to Guarantee Food Supplies” [Beijing olha para campos estrangeiros para garantir o suprimento de comida], *Financial Times*, 9 de maio de 2008.

114 Na ausência da I Guerra Mundial, se pudéssemos conjecturar, a Alemanha teria ultrapassado a Grã-Bretanha em termos de parcela do mercado de exportações mundiais em 1926: Hugh Neuburger e Houston H. Stokes, “The Anglo-German Trade Rivalry, 1887-1913: A Counterfactual Outcome and Its Implications” [A rivalidade do comércio anglo-alemão, 1887-1913: um resultado contrafactual e suas implicações], *Social Science History*, 3, 2 (inverno, 1979), p. 187-201.

115 Aaron L. Friedberg, “The Future of U.S.–China Relations: Is Conflict Inevitable?” [O futuro das relações EUA-China: conflito inevitável?], *International Security*, 30, 2 (outono de 2005), p. 7-45.

116 O tempo de duração das carreiras financeiras dos atuais CEOs do Citigroup, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley e JP Morgan é de apenas vinte e cinco anos e meio.

Posfácio: O Aviltamento do Dinheiro

1 Para alguns *insights* fascinantes sobre os limites da globalização, ver de Pankaj Ghemawat, *Redefining Global Strategy: Crossing Borders in a World Where Differences Still Matter* [Redefinindo a estratégia global: cruzando fronteiras num mundo onde as diferenças importam] (Boston, 2007).

2 Frederic Mishkin, Weissman Center Distinguished Lecture, Baruch College, Nova York (12 de outubro de 2006).

3 Larry Neal, “A Shocking View of Economic History” [Uma visão chocante da história econômica], *Journal of Economic History*, 60, 2 (2000), p. 317-34.

4 Robert J. Barro e José F. Ursúa, “Macroeconomic Crises since 1870” [Crises macroeconômicas desde 1870], *Brookings Papers on Economic Activity* (prestes a aparecer). Ver também, de Robert J. Barro, “Rare Disasters and Asset Markets in the Twentieth Century” [Desastres raros e mercados de ativos no século XX], estudo da Harvard University (4 de dezembro de 2005).

5 Nassim Nicholas Taleb, *Fooled by Randomness: The Hidden Role of Chance in Life and in the Markets* [Enganado pelo acaso: o papel oculto da mudança na vida dos mercados] (2a ed., Nova York, 2005).

6 *Idem*, *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable* [O cisne negro: o impacto do altamente improvável] (Londres, 2007).

7 George Soros, *The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crash of 2008 and What It Means*, (Nova York, 2008), p. 91 e seg.

8 Ver de Frank H. Knight, *Risk*, *Uncertainty and Profit* [Risco, incerteza e lucro] (Boston, 1921).

9 John Maynard Keynes, “The General Theory of Employment” [A teoria geral do emprego], *Economic Journal*, 51, 2 (1937), p. 214.

10 Daniel Kahneman e Amos Tversky, “Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk” [Teoria da expectativa: uma análise da decisão sob risco], *Econometrica*, 47, 2 (março de 1979), p. 273.

11 Eliezer Yudkowsky, “Cognitive Biases Potentially Affecting Judgment of Global Risks” [Preconceitos cognitivos afetando potencialmente o julgamento dos riscos globais], em Nick Bostrom e Milan Cirkovic (eds.), *Global Catastrophic Risks* [Riscos catastróficos globais] (Oxford University Press, 2008), p. 91-119. Ver também, de Michael J. Mauboussin, *More Than You Know: Finding Financial Wisdom in Unconventional Places* [Mais do que você sabe: descobrindo a sabedoria financeira em lugares não convencionais] (Nova York/Chichester, 2006).

12 Mark Buchanan, *The Social Atom: Why the Rich Get Richer, Cheaters Get Caught, and Your Neighbor Usually Looks Like You* [O átomo social: por que os ricos ficam mais ricos, trambiqueiros são pegos e seu vizinho geralmente parece com você] (Nova York, 2007), p. 54.

13 Para uma introdução, ver, de Andrei Shleifer, *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance* [Mercados ineficientes: uma introdução às finanças behavioristas] (Oxford, 2000). Para algumas aplicações práticas, ver, de Richard H. Thaler e Cass R. Sunstein, *Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness* [Cotovelada: melhorando decisões sobre a saúde, a riqueza e a felicidade] (New Haven, 2008).

14 Ver, de Peter Bernstein, *Capital Ideas Evolving* (Nova York, 2007).

15 Ver, por ex., de James Surowiecki, *The Wisdom of Crowds* [A sabedoria das multidões] (Nova York, 2005); Ian Ayres, *Supercrunchers: How Anything Can Be Predicted* [Superarrochos: como nada pode ser previsto] (Londres, 2007).

16 Daniel Gross, “The Forecast for Forecasters is Dismal” [O prognóstico para quem prediz é melancólico], *New York Times*, 4 de março de 2007.

17 A obra clássica, publicada pela primeira vez em 1841, é de Charles MacKay, *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds* [Enganos populares extraordinários e a loucura das multidões] (Nova York, 2003 [1841]).

18 Yudkowsky, “Cognitive Biases”, p. 110 e seg.

19 Para uma introdução ao trabalho de Lo, ver Bernstein, *Capital Ideas Evolving*, cap. 4. Ver também, de John Authers, “Quants Adapting to a Darwinian Analysis” [Quantas se adaptando a uma análise darwiniana], *Financial Times*, 19 de maio de 2008.

20 O que se segue é parcialmente derivado do livro de N. Ferguson e Oliver Wyman, *The Evolution of Financial Services: Making Sense of the Past, Preparing for the Future* [A evolução dos serviços financeiros] (Londres/Nova York, 2007).

21 *The Journal of Evolutionary Economics*. Obras seminais no campo são de A. A. Alchian, “Uncertainty, Evolution and Economic Theory” [Incerteza, evolução e teoria econômica], *Journal of Political Economy*, 58 (1950), p. 211-22; e de R. R. Nelson e S. G. Winter, *An Evolutionary Theory of Economic Change* [Uma teoria evolucionária da mudança econômica] (Cambridge, MA, 1982).

22 Thorstein Veblen, “Why is Economics Not an Evolutionary Science?” [Por que a Economia não é uma ciência evolucionária?], *Quarterly Journal of Economics*, 12 (1898), p. 373-97.

23 Joseph A. Schumpeter, *Capitalism, Socialism and Democracy* [Capitalismo, sociologia e democracia] (Londres, 1987 [1943]), p. 80-4.

24 Paul Ormerod, *Why Most Things Fail: Evolution, Extinction and Economics* [Por que a maioria das coisas fracassa: evolução, extinção e economia] (Londres, 2005), p. 180 e seg.

25 Jonathan Guthrie, “How the Old Corporate Tortoise Wins the Race” [Como a velha tartaruga corporativa ganhou a corrida], *Financial Times*, 15 de fevereiro de 2007.

26 Leslie Hannah, “Marshall’s ‘Trees’ and the Global ‘Forest’: Were ‘Giant Redwoods’ Different?” [As “árvores” de Marshall e a “floresta” global: as “sequoias gigantes” eram diferentes?], em N. R. Lamoreaux, D. M. G. Raff e P. Temin (eds.), *Learning by Doing in Markets, Firms and Countries* [Aprender fazendo nos mercados, firmas e países] (Cambridge, MA, 1999), p. 253-94.

27 Naturalmente, a alusão é a Richard Dawkins, *The Selfish Gene* (2a ed., Oxford, 1989). [Ed. bras.: *O gene egoísta* (São Paulo, 2007).]

28 Rudolf Hilferding, *Finance Capital: A Study of the Latest Phase of Capitalist Development* (Londres, 2006 [1919]). [Ed. bras.: *Capital financeiro* (São Paulo, 1985).]

29 “Fear and Loathing, and a Hint of Hope” [Medo e aversão, e um traço de esperança], *The Economist*, 16 de fevereiro de 2008.

30 Joseph Schumpeter, *The Theory of Economic Development* [A teoria do desenvolvimento econômico] (Cambridge, MA, 1934), p. 253.

31 Bertrand Benoit e James Wilson, “German President Complains of Financial Markets ‘Monster’” [Presidente da Alemanha reclama do “monstro” dos mercados financeiros], *Financial Times*, 15 de maio de 2008.

Lista de Ilustrações

Os agradecimentos fotográficos são feitos nos parênteses. Todo esforço foi feito para contatar os donos do *copyright*. Os editores ficarão felizes de fazer as futuras edições sem os erros e as omissões desta, e que chegarem à sua atenção.

Ilustrações:

Bernard Picart, *Monument Consecrated to Posterity* [Monumento consagrado à posteridade] (1721) (Harvard Business School)
Alan Greenspan e Kenneth Lay (PA Images)
Nova Orleans depois do Katrina (Adrian Pennink)
Alexander Webster pregando em Edimburgo (Dawn Mcquillan)
Cálculos para o Original Scottish Ministers 'Widows' Fund [Fundo (original) das Viúvas dos Ministros Escoceses] (National Archives, Scotland)
Apólice de seguro de vida de *Sir* Walter Scott (Scottish Widows)
Mulheres e homens no asilo de pobres (Ramsay Macdonald Papers, National Archives)
Homens jantando no asilo St. Marylebone para pobres (Peter Higgin-botham)
Milton Friedman (University of Chicago)
Stowe House (National Trust)
Três gerações de aristocracia: o primeiro, o segundo, e o terceiro duques de Buckingham (Stowe House Preservation Trust: arquivos fotográficos da Stowe School)
Marchas da fome em Detroit (Walter P. Reuther Library)
Protesto contra o "Choque Ford-Murphy do Terror Policial" (Walter P. Reuther Library)
A felicidade não se compra (PA Images)
Danny Faulkner com o seu helicóptero (Dallas Morning News)
William Jardine (Jardine, Matheson)
James Matheson (Jardine, Matheson)
Jaime Roldós Aguilera do Equador, e Omar Torrijos do Panamá (Getty)
George Soros (Soros)
Ministro das Finanças da Grã-Bretanha, Norman Lamont (PA Images)

Índice

As páginas com ilustrações são mostradas em itálico.